全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

McGraw-Hill

麦格劳·希尔国际公司
McGraw-Hill

Second Edition

股市北斗星

高获利价值投资法

VALUE INVESTING TODAY

作者：CHARLES H. BRANDES
译者：褚耐安 翁少骏



华文出版社
Sinoculture Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股 市 北 斗 星

——高获利价值投资法

[美] 查尔斯·布兰德斯 著
褚耐安 翁少骏 译

华 文 出 版 社

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

股市北斗星：高获利价值投资法／（美）布兰德斯著；褚耐安，翁少骏译．－北京：华文出版社，2001.5

ISBN 7－5075－1172－3

Ⅰ.股… Ⅱ.①布…②褚…③翁… Ⅲ.股票－证券交易－基本知识 Ⅳ.F830.91

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2001)第 033112 号

Charles H. Brandes: Value investing today, Second Edition

ISBN 0-07-007190-X

Copyright©1998,1989,by Charles H. Brandes.

Authorized translation from the English language edition published by McGraw－Hill, Inc.

All rights reserved. For sale in the People's Republic of China only.

本书中文简体字版由华文出版社独家获得，未经版权所有者书面许可，不得以任何方式复制或抄袭本书的任何部分。

版权所有 翻印必究

著作权合同登记号 图字： 01－2001－1033

华 文 出 版 社 出 版

（北京市西城区府右街 135 号 邮编 100800）

网址：http://www.hwcbs.com

电子信箱：webmaster@hwcbs.com

电话(010)83086663 (010)66035914

新 华 书 店 经 销

北京市朝阳区科普印刷厂印刷

850×1168 32 开本 7 印张 103 千字

2001 年 5 月第 1 版 2001 年 5 月第 1 次印刷

印数：0001—4000 册

定价：13.80 元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序

本书自1989年出版以来，历时10年，价值投资法的基本概念几乎没有什么改变。事实上，自从1934年本杰明·格雷厄姆出版《证券分析》（Security Analysis）一书揭示价值投资法的基本原则以来，价值投资法的原理始终没有改变。然而，随着时间的流逝，全球形势的变化使我们必须以现代观点重新诠释价值投资法。美国以外股市的总市值，已从1973年的1兆美元增长至目前的19兆美元，由此可以看出国际市场的商机已到了令投资人不容忽视的境界。科技的



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发展日新月异；私人企业也以惊人的速度在全球扩展；自由贸易的原则，已普遍为世界各国所认同，发展中国家市场的快速发展，更是有目共睹的事实；自20世纪30年代以来，自由经济的发展，创造了全球性的财富和更美好的物质生活。此外，企业经营水平也逐步提高。这些变迁对价值投资法的冲击以及当前对此的应对措施，是本书讨论的重点。在修订后的第二版中，增加了讨论国际投资的篇幅，并详细解释各国会计制度的异同，目的是使价值投资法能够适应时代变迁的需要，在21世纪放射出更耀眼的光芒。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

引 言

从前,有一位国王一丝不挂地向臣民展示他华丽的新衣。阿谀的臣子口是心非地赞赏新衣的美丽,只有一个天真的小孩诚实地说出了事情的真相。如果你是金融市场中的一分子,有一天蓦然审视市场百态,将会发现许多裸体的国王,而且数量仍在增加。有些人的确在股票市场中赚了钱,但大部分投资人就如同那位迷惑的国王,输得精光却仍然自欺欺人。而本书,是写给那些实事求是的投资人的,更是写给那些沉稳而不冒进的投资人的。

本书将介绍60年来最成功的股票投资策略——价值投资法,教你掌握致富的策略。我个人即是价值投资法的忠实信徒,知道这种投资策略的确能在市场上发挥作用,更能亲自体验到它所带来的利润。我相信投资人只要按照价值投资法操作,绝对能给自



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

己创造财富。

追逐流行



近几年来，股市投资人抛弃传统知识型的研究方法，追逐流行风潮，指望老天指引致富之路。20 世纪 60 年代，许多人深信聚能（syenergy）理论，认为能量的协同能达到 2 + 2 = 5 的效果。但聚能不过是众多股市流行风之一。我们也曾见过运用叠积木方式推动股价上涨的例子，在追逐高周转率股票的疯狂时期，还有各种技术分析、预测高低点、抢搭高科技班车等情况。在 20 世纪 70 年代，许多好股票的资本权益比几乎是天文数字。

到了 80 年代，荒谬的金钱游戏依然在一幕幕地重演。有些股市炒家，炒作知名度高但资本结构不健全的公司，造成投资人追逐高价的热潮。事实上，这些公司不但不值当时的股价，连公司债券持有人也有血本无归的风险。

90 年代的动能理论——买强势股，又成为独领风骚的选股重点。

这些流行风都有一个共同特点，即完全不考虑基本面。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不久前，垃圾债券在市场上也有过一段辉煌。虽然股市与债市并非同一市场，但呈现出的非理性现象却如出一辙。1996 年的例子则是另一次的惨痛教训，当时许多投资人以每股 40 元或 50 元的价位，买进了其实毫无盈余，且在 20 世纪都不可能有盈余的股票。这次热潮历时 6 个月，最终泡沫破灭，徒留投资人斑斑血泪。

有些人认为，只有业余的散户才会受这种愚弄。其实专业投资机构往往也是这些流行风的受害者。有些投资机构习惯每季评比经理人的业绩，这就迫使经理人不得不随波逐流，在市场上盲目地追高杀低。

保险公司或是其他投资机构的经理人，大都放弃繁琐的上市公司基本资料研究。他们或许有不同的操作策略，却都有一个共同点：不再逐一比较各公司股价与实际价值的关系，也不再以长线投资的观点考虑各项基本面因素。

股市如赌场



近似疯狂的交易形态，已使华尔街股市形同赌城拉斯维加



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

斯。投资人抱着一夜暴富的心理，在市场上抢进杀出，替经纪人创造财富，自己却一无所获。短视已成为美国人的一大特色，尤其自 1982 年 8 月华尔街进入大多头行情以来，许多人都认为股市是短期获取利润的最佳来源。在此借用一位国际投资经理人约翰·坦普尔敦（John Templeton）的话："现代美国人只记得昨天的事。"美国人已经丢弃节俭的传统习性，投机心态日益浓厚，与之相伴的是更多的风险。

华尔街投资人只热衷于短线，以为预知某公司明年的获利状况，就可制定正确的投资策略。期望增加的同时，耐心也在随着减少。美国人集中注意力的时间不会超过一个电视节目。

当你到纽约证券交易所（NYSE）的时候，请留意市场里的信息，或许你会听到"资金正由短线投机市场流向长线投资市场"。你可别被这些传闻给蒙蔽了。纽约证券交易所仅 1996 年一年，转手的股票即达 1050 亿股，占上市总股数的 59.2%。这个数目还不包括纳斯达克（NASDAQ）的 1380 亿股，以及美国境内其他地区性交易所的成交量。

如果股票是长期投资工具，为什么投资人不长期持股？也许是因为专家和媒体的意见太多了，前一分钟他们还在呼吁投资人坚守阵地，后一分钟他们又劝投资人换股操作。而投资人通常是听从后一种意见，这就造成了股市周转率偏高。根据达尔巴财经



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

服务（Dalbar Financial Service）的调查统计，投资人持有不收手续费增长型基金的平均期间为 17 个月。

然而，投资人若想在股市赚钱，就必须贯彻长线投资的原则。这也是理性投资人在长期经济增长的环境中获利的惟一选择。

投资与投机



目前，大多数股市投资人沉迷于艾丽丝梦游仙境的奇幻世界，很难明确辨别投资与投机的区别。

其实，我们早已熟悉投机与投资的解释：运用自有资金买进股票，放进保险箱里，以它的生息为获利来源就叫做投资；而买进股票后，一旦有获利机会就卖出则叫投机。此外，我再加上两点：持有股票的期间，低于一个景气循环周期（通常为 3～5 年）的属于投机；根据价格波动或预测股价走势买卖股票也是投机。

投资者和投机者的操作策略是完全不同的。投资者买进股票之前，要先了解上市公司的实际状况；买进股票之后，便将公司



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

视为自己的产业。而投机者则不关心公司实际状况，只关心市场上是否有第三者愿意以较高的价格买进他的股票。但第三者究竟会在什么时候出高价买他的股票？今天？明天？还是有朝一日？股票市场是人类贪婪和恐惧的角力场，没有人可以预测未来。调查结果显示，所谓能掌握买卖时机技巧的，都经常失误。杰罗姆·科恩（Jerome B. Cohen）、爱德华·津巴（Edward D. Zinbarg）和阿瑟·杰科尔（Arthur Zeikel）三人曾经统计 100 个年金基金，发现“没有任何一个年金基金因为掌握买卖时机，而对绩效有所助益。此外，100 个基金中的 89 家因为运用买卖时机而遭亏损，平均亏损率为 4.5%。”他们研究更进一步指出：“年金基金运用买卖时机技巧未能获利，其他投资机构想必也差不多。”

三项制胜要素



在股市中赚钱绝非易事。投资致富必须付出时间和精力，其中最重要的三项要素为：专业知识、正确的动作和耐心。

本书将阐述投资股市必备的专业知识，让投资人得以在变幻



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的市场中保本获利。最近几年来，资本市场的变化更快更频繁，专业修养也更加重要。至于正确执行买卖动作和耐心的持有，就必须靠投资人自身的修炼。价值投资法最主要的目的在于创造利润。如果你善于运用本书所介绍的价值投资法，必能赚进可观的财富。

价格决定成败



20 世纪 70 年代中期，我认识了本世纪最杰出的投资专家之一——本杰明·格雷厄姆。他是哥伦比亚大学的著名教授，他所倡导的价值投资法，被当时的财经界公认为最佳投资策略。

格雷厄姆与另一位哥伦比亚大学教授戴维·多德（David Dodd）合著了《证券分析》（Security Analysis）一书。该书以 778 页的篇幅详细解释了价值投资法的基本原则。多年来，这本经典巨著虽然历经多次修订，但核心思想却始终没有改变。他们认为，任何一家运作机制良好公司的股票，即便是冷门，增长速度也很慢，但只要价格相对低廉，就是良好的投资对象。

格雷厄姆不仅是价值投资法的宗师，而且是价值投资法的力

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行者。他最大的成就在于把华尔街传统的依据内幕消息、猜测、想象的紊乱投资法，转换成讲求原则与方法的理论。格雷厄姆相信，以往被股票波动牵着鼻子走的人，如果能转而注意股价的基本面，寻找价格被低估的股票，绝对能从中获利。

我在本书的第一章详细列举了价值投资法过去的卓越成效。事实上，价值投资法运用于目前的股市，将有更为杰出表现。

格雷厄姆的投资哲学与财务专家伯纳德·巴鲁什（Bernard Baruch）类似。巴鲁什在对1912年股市大崩盘进行深入的研究之后，得出股市操作的道理："如果投资人不被股价的上下波动所迷惑，坚守'2+2=4'的原则，就可以避免许多悲剧的发生。"换言之，投资人必须重视基本面！

推崇却不效法



华尔街的专家，虽然对格雷厄姆推崇备至，却从来不以价值投资法为指导原则。对大多数人而言，价值投资法枯燥乏味，而且学究气过浓，再加上执行价值投资操作策略的过程也不够刺激，花几年时间才能煮熟一个蛋，的确是冗长枯燥。因此，投资



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人必须有坚强的意志，才能坚持己见。

本书的重要性



首先，需要提醒投资人的是，想要从股票市场获得巨额利润，必须要有耐心。运用价值投资法挑选的股票，肯定会达到高价，但无法预测何时会达到高价。其次，投资人必须调整心态，股票市场是一个极易误导投资人的市场，盲从的结果往往是得不偿失。第三，全球经济的繁荣，使价值投资法的舞台更加广阔；全球股价总值2/3的企业在美国以外的股市活动。价值投资法曾在华尔街表现卓越，也有理由相信将在其他国家的股市大放异彩。尤其许多外国基金经理人，仍采用金字塔操作法，买卖活动完全以整体市场走势来考虑，而不以公司基本面为选股原则。对评价投资人来说，这将是一个竞争较少、获利较高的市场。此外，将部分资金投资于海外市场，还可实行多角化投资组合策略，达到降低风险的效果。最后，对于美国市场目前有许多新的投资工具，我们将运用格雷厄姆的投资哲学，分析这些新金融商品的价值。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本书的最大受惠者应是初具市场经验的小额投资人。我曾经与许多小额投资人交谈过，他们尝试过各种投资方法，甚至付出了高昂的代价。希望这本书能成为茫茫股海中的北斗星，指引他们投资致富的方向。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

查尔斯·布兰德斯（Charles H.Brandes）是布兰德斯投资公司（Brandes nvestment Partners）的创办人，擅长美国股市及国际股市投资组合，并持有正式的投资分析师（CFA）执照。布兰德斯早年即与价值投资法的创始人本杰明·格雷厄姆相识，深得价值投资法的精髓，并以价值投资法的操作策略，监督旗下各投资组合的操作程序，使该公司的投资效益，长久以来一直领先同业，名列世界前茅。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



● 责任编辑：孙秋雪　吴　晶
● 校　　订：赵华英
● 总 策 划：田 '涛　刘爱平
李棟設計

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

引 言

第一章 致富之道 …………………………………… (1)

第一节 善用价值投资法 ……………………………… (3)
第二节 冬天买草帽 ………………………………… (23)

第二章 选股秘诀 …………………………………… (45)

第一节 评价方法 …………………………………… (47)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二节　去粗存精 …………………………………… (62)
第三节　精挑细选 …………………………………… (71)
第四节　研究财务报表 ……………………………… (79)
第五节　掌握卖股时机 ……………………………… (88)

第三章　股票地球村 ………………………………… (103)

第一节　海外之旅 …………………………………… (105)
第二节　如何买卖国外股票 ………………………… (132)
第三节　海外投资面面观 …………………………… (151)

第四章　价值投资组合 ……………………………… (173)

第一节　构建投资组合 ……………………………… (175)
第二节　股市淘金 …………………………………… (188)
第三节　投资之路 …………………………………… (197)
第四节　耐心 ………………………………………… (203)



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

引 言

从前，有一位国王一丝不挂地向臣民展示他华丽的新衣。阿谀的臣子口是心非地赞赏新衣的美丽，只有一个天真的小孩诚实地说出了事情的真相。如果你是金融市场中的一分子，有一天蓦然审视市场百态，将会发现许多裸体的国王，而且数量仍在增加。有些人的确在股票市场中赚了钱，但大部分投资人就如同那位迷惑的国王，输得精光却仍然自欺欺人。而本书，是写给那些实事求是的投资人的，更是写给那些沉稳而不冒进的投资人的。

本书将介绍60年来最成功的股票投资策略——价值投资法，教你掌握致富的策略。我个人即是价值投资法的忠实信徒，知道这种投资策略的确能在市场上发挥作用，更能亲自体验到它所带来的利润。我相信投资人只要按照价值投资法操作，绝对能给自



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

原书空白页

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一节
善用价值投资法

布朗公司（Tweedy，Browne Company L. P.）向来是价值投资法的忠实信徒，在1975～1996年长达22年的记录中，该公司的年平均增长率比标准普尔500指数（Standard & Poor 500 Index）还要高出3.1%，而1996年之前10年的股票型基金的总绩效也不过略胜标准普尔500指数1.96%。

有时候,投资似乎是件简单的事。如果你在1960年花1万美元买进施乐(Xerox)公司的股票,到了1970年,你的股票价值将高达1 650万美元；如果你在1982年以1万美元买进普赖斯公司（Price company）的股票，到了1986年，卖出持股可得到18万美金。

下面的例子，就是典型的“美国梦”：买到一只黑马股，股票价值直飙云霄，让人一夜致富。某人之所以最近有能力买新游



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

艇，驾船前往墨西哥度假，都是因为他低价买入了英特尔（Intel）的股票。可惜大多数投资人都无缘这样的发财梦。对许多人来说，投资股票是一条坎坷的道路，走起来并不平坦。

然而，仍有少数投资人能够在股票市场中获利，他们所持的股票日益增值，年年获得丰厚的利润。

这些股市骄子并不听信名牌，而是在股市艰难时，运用策略来创造财富。他们并不靠进场时点（market timing）、功效市场（efficient market）和资产组合（asset allocation）等复杂的理论，也不凭运气，更不是采取任何传统的投资方法，这些投资人运用的是价值投资法，不断地在股市中创造财富奇迹。

本节将列举优秀专业经理人的实际绩效，来说明价值投资法的功效。不过读者须知，价值投资法并非一夜致富的捷径，更不是投资的灵丹妙药，但是只要遵循价值投资法的原则，它将替聪明谨慎的投资人带来下列四大优点。

四 大 优 点



降低投资风险，是价值投资法的第一个优点。相对于其他投



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资策略来说，价值投资法几乎等同于保本型投资策略。因此，当增长型投资策略遭到净值大幅滑落的时候，更显出价值投资法降低风险的优点。

价值投资法的第二个优点是，其投资组合的波动性较小。当然，资产总值难免上下波动，但投资人不应该被资产总值的波动扰乱心志，这点我们将在稍后的章节中说明。

第三个优点是，价值投资法的交易成本相对较低。由于价值投资法的持有股票期很长，不像短线交易投资人一样，频频进场出场，因此有耐心的投资人自然享有节省买卖手续费的好处。

第四个优点非常实际，价值投资法可以点石成金，为你带来财富。

投资形态

管理资产的方式有许多种，价值投资法和增长型投资法是最常用的两种策略。由于这两种投资形态都以追求资本增长为首要目的，因此一般人常会混淆。事实上，追求资本增长是两者惟一的相同点。

采用增长型投资法的经理人主要买入能快速提高获利的股票，投资的产业包括饮品类、医药保健类、家电用品类以及科技



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

类。

使用价值投资法的经理人则是运用本益比、配股、账面价值、现金流量等，选出股价相对偏低的股票作为投资标的。选股偏重于对景气循环敏感的产业，如能源类、财务管理类或基本原料类。当某家处于增长型产业的公司出现股价偏低的现象时，也许会成为价值投资法的投资标的。

心理因素

从长期投资的观点来看，在选股上的考虑使得价值投资法略胜增长型投资法一筹。因为一般增长型投资组合所选取的股票，其资本利得大于所有股票的平均值，股息小于平均值。此外，相对于账面价值和现金流量来说，增长型投资法所选择的股票，其股价高于市场平均值。

增长型投资法时常买到相对高价的股票。这是因为市场预期这些公司的盈余将大幅提高，然而，高度期望的结果常不能如人所愿。根据伊利诺伊大学（Univ. of Illinois）约瑟夫·拉肯尼肖（Josef Lakonishok）、安德烈·谢弗（Andrei Shleifer）以及罗伯特·维斯尼（Robert W. Vishny）三人的研究报告指出：“在高度期望之下，投资人常对魅力十足的明星股感到失望，对价值投资



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

法所选取的丑小鸭却不会有任何怨言。”

这项研究指出：“和价值投资法相比较，增长型明星股的营运和盈余通常会被高估；像专家原先预估现金流量将增长11.3%，但是结果只增长3%；或者预估某家公司的盈余将增长22.6%，结果只增长0.4%。”因此，如果一家公司的盈余未能达到华尔街专家的预期水准，等到最后正确数字出笼，便会引发失望性卖压，使得股价一蹶不振。

根据价值投资法所选取的潜力股，其股价涨跌则呈现完全不同的走势。根据定义，潜力股的股价，就其盈余和配股来说，明显低于平均值，所以市场对这些公司的期望不高，股价也因此呈现偏低的局面。并非所有这种类型的公司股票都具有潜力，不过有经验的基金经理人却懂得在垃圾堆中挖掘珍宝，逢低买进；当珍宝上的尘埃拭尽，股票达到超过公司实际价值的高价位时，就是基金经理人卖出的时机。价值投资法的基本策略就是：在股价被低估时买进，等到股价被高估时再卖出。

善用价值投资法的评价投资人，不预测丑小鸭何时会变成天鹅，因为那是投机客才会做的事。然而价值投资人所掌握的上市公司基本面资料，却可以让价值投资人确信丑小鸭终将蜕变。到时候，整个市场的观念也会跟着改变，群起追逐美丽的天鹅。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数字会说话

眼见为实，为了让你更了解价值投资法的成果，我们将列出运用价值投资法的基金操作的业绩。表 1-1 是施洛斯公司（Walter & Edwin Schloss Associates，L. P.）1956～1995 年 12 月 31 日，共 40 年的绩效表。这段期间，标准普尔 500 指数（S&P 500）平均上涨 10.8%，而施洛斯公司的年平均绩效则达 15.4%。

表 1-1　　施洛斯公司绩效表

时间（年）	（1）施洛斯公司所有基金	（2）标准普尔 500 指数报酬率（%）	指数差值（1）－（2）（%）
1956	5.1	6.56	－1.46
1957	－4.7	－10.78	6.08
1958	42.1	43.36	－1.26
1959	17.5	11.96	5.54
1960	7	0.47	6.53
1961	21.6	26.89	－5.29
1962	8.3	－8.73	17.03
1963	15.1	22.8	－7.7

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

时间（年）	（1）施洛斯公司所有基金	（2）标准普尔 500 报酬率（%）	指数差值（1）－（2）（%）
1964	17.1	16.84	0.62
1965	26.8	12.54	14.35
1966	0.5	－10.06	10.56
1967	25.8	23.98	1.82
1968	26.6	11.06	15.54
1969	－9.0	－8.5	－0.5
1970	－8.2	4.01	－12.21
1971	25.5	14.31	11.19
1972	11.6	28.98	－7.38
1973	－8.0	－14.66	6.66
1974	－6.2	－26.47	20.27
1975	42.7	37.2	5.5
1976	29.4	23.84	5.56
1977	25.8	－7.18	32.98
1978	36.6	6.56	30.04
1979	29.8	18.44	11.36
1980	23.3	32.42	－9.12
1981	18.35	－4.91	23.26
1982	24.1	21.41	2.69
1983	38.4	22.51	15.89
1984	6.3	6.27	0.03
1985	19.5	32.16	－12.66
1986	11.9	18.47	－6.57

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

时间（年）	（1）施洛斯公司所有基金	（2）标准普尔 500 指数报酬率（%）	指数差值 （1）－（2）（%）
1987	20.2	5.23	14.97
1988	29.8	16.81	12.99
1989	2.2	31.49	－29.29
1990	－12.8	－3.17	－9.63
1991	31.1	30.4	0.7
1992	9.2	7.68	1.52
1993	20.2	9.9	10.3
1994	11.4	1.29	10.11
1995	21.2	37.53	－16.33

资料来源：施洛斯公司（Walter & Edwin Schloss Associates，L.P.）

表 1-2 是布朗公司（Tweedy，Browne Company L.P.）的绩效表。布朗公司向来是价值投资法的忠实信徒，自 1975 年至 1996 年 9 月长达 22 年的投资记录中，该公司各基金的年平均收益率高达 18.8%，比标准普尔 500 指数的年平均增长率 15.7% 还要高出 3.1%；而根据统计，1996 年之前 10 年，所有股票型基金的总绩效，也不过略胜标准普尔 500 指数 1.96%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 1-2 布朗公司绩效表

时间（年）	（1）布朗公司基金报酬率（%）	（2）标准普尔 500 指数报酬率（%）	指数差值（1）－（2）（%）
1975	56.4	37.2	19.2
1976	40.4	23.8	16.6
1977	27.2	−7.2	34.4
1978	19.9	6.6	13.3
1979	28.7	18.7	10.0
1980	14.6	32.5	−17.9
1981	9.9	−4.9	14.8
1982	15.6	21.5	−5.9
1983	31.2	22.7	8.5
1984	15.8	6.3	9.5
1985	28.9	31.8	−2.9
1986	11.6	18.7	−7.1
1987	4.2	5.3	−1.1
1988	18.1	16.6	1.5
1989	13.2	31.7	−18.5
1990	−12.3	−3.1	−9.2
1991	24.0	30.5	−6.5
1992	14.9	7.6	7.3
1993	12.7	10.1	2.6
1994	−0.1	1.3	−1.4
1995	36.4	37.6	−1.2
1996（9个月）	15.5	13.5	2.0

资料来源：布朗公司（Tweedy，Browne Company L. P.）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最后，让我们来看看价值投资法大师沃伦·巴菲特（Warren Buffett）的记录。如果你在 1956 年，投资 1 万美元于巴菲特的私人投资组合，到了 1969 年，你的财富将增至 26 万美元（见表 1-3）。

表 1-3　　巴菲特公司绩效表

时间（年）	道琼斯指数报酬率（%）	巴菲特公司报酬率（%）	巴菲特有限公司报酬率（%）
1957	−8.4	10.4	9.3
1958	38.5	40.9	32.3
1959	20.0	25.9	20.9
1960	−6.2	22.8	18.6
1961	22.4	45.9	35.9
1962	−7.6	13.9	11.9
1963	20.6	38.7	30.5
1964	18.7	27.8	22.3
1965	14.2	47.2	36.9
1966	−15.6	20.4	16.8
1967	19.3	35.9	28.4
1968	7.7	58.8	45.6
1969	−11.6	6.8	6.6

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

时间（年）	道琼斯指数报酬率（%）	巴菲特公司报酬率（%）	巴菲特有限公司报酬率（%）
累积绩效			
1957	-8.4	10.4	9.3
1957～1958	26.9	55.6	44.5
1957～1959	52.3	95.9	74.7
1957～1960	42.9	140.6	107.2
1957～1961	74.9	251.0	181.6
1957～1962	61.6	299.8	215.1
1957～1963	94.9	454.5	311.2
1957～1964	131.3	608.7	402.9
1957～1965	164.1	943.2	588.5
1957～1966	122.9	1156.0	704.2
1957～1967	165.3	1060.9	932.6
1957～1968	185.7	2610.6	1403.5
1957～1969	152.6	2794.9	1502.7
年平均报酬率	7.4	29.5	23.8

资料来源：沃伦·巴菲特《超级投资者》,《赫米斯》(Hermes) 1984年秋季号

1965年,巴菲特成立了伯克希尔哈撒韦公司(Berkshire Hathaway),以控股方式投资几家大型公司。31年来,该公司的年平均

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

获利率，高出标准普尔 500 指数 13.02%之多（见表 1-4）。

表 1-4　　伯克希尔哈撒韦公司绩效表

年度增减百分比			
时间（年）	（1）伯克希尔哈撒韦公司每股净值（%）	（1）标准普尔 500 指数含配息（%）	差值 (1) － (2)（%）
1965	23.8	10.0	13.8
1966	20.3	－11.7	32.0
1967	11.0	30.9	－19.9
1968	19.0	11.0	8.0
1969	16.2	－8.4	24.6
1970	12.0	3.9	8.1
1971	16.4	14.6	1.8
1972	21.7	18.9	2.8
1973	4.7	－14.8	19.5
1974	5.5	－26.4	31.9
1975	21.9	37.2	－15.3
1976	59.3	23.6	35.7
1977	31.9	－7.4	39.3
1978	24.0	6.4	17.6
1979	35.7	18.2	17.5
1980	19.3	32.3	－13.0
1981	31.4	－5.0	36.4
1982	40.0	21.4	18.6
1983	32.3	22.4	9.9
1984	13.6	6.1	7.5

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年度增减百分比			
时间（年）	（1）伯克希尔哈撒韦公司每股净值（%）	（1）标准普尔500指数含配息（%）	差值（1）－（2）（%）
1985	48.2	31.6	16.6
1986	26.1	18.6	7.5
1987	19.5	5.1	14.4
1988	20.1	16.6	3.5
1989	44.4	31.7	12.7
1990	7.4	－3.1	10.5
1991	39.6	30.5	9.1
1992	20.3	7.6	12.7
1993	14.3	10.1	4.2
1994	13.9	1.3	12.6
1995	43.1	37.6	5.5

注：1965年、1966年计算期间至9月30日止。1967年计算期间为15个月，计至12月31日，其余皆计至12月31日。

资料来源：伯克希尔哈撒韦公司1995年年报

技术取胜

有些人认为这些傲人的记录纯粹是运气，然而，这些记录都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长达数 10 年之久，可见成功绝非机遇。表 1-5 列举了四家采用价值投资法的投资公司历年来的绩效，及其与同期平均股价增长的比较。

表 1-5　　长期绩效

公　司　名	期间（年）	年平均酬率（%）	与整体股市差值（%）
施洛斯公司	40	15.4	+4.6
布朗公司	21.75	18.8	+3.1
沃伦·巴菲特伙伴公司	13	23.8	+16.4
伯克希尔哈撒韦公司	31	23.76	+13.0

注：由于每家公司的基期与期间不同，因此本表只能算是粗略的统计。除了沃伦·巴菲特伙伴公司与道琼斯工业指数相比之外，其余皆以标准普尔 500 指数为比较标准。巴菲特伙伴公司与施洛斯公司的绩效，已扣除股东红利。

从这些记录中，我们可以归纳出一个结论：价值投资法是一场马拉松赛，而非百米短跑。因为在这些年间，约有 6% 的时间，这几个公司的收益呈现负增长，且约有 1/4 的时间，价值投资法的表现逊于整体股市（见表 1-6）。路遥知马力，价值投资法经过长时间竞逐之后，最终还是能展现骄人的成绩。

表 1-6　　短期损失

公　司　名	名目净损年数占总年数百分比	落后整体市场年数占总年数百分比
施洛斯公司	15.0	27.5
布朗公司	9.1	45.9
沃伦·巴菲特伙伴公司	0.0	7.6
伯克希尔哈撒韦公司	0.0	9.6

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

细 读 记 录



有些读者不免怀疑,以上的辉煌成绩,是出自于各基金经理人的杰出操作才能,一般运用价值投资法的投资人,可能无法达到这么好的成绩。

的确,“师傅领进门,修行在个人”。有些基金经理人的功底就是优于他人。所以即使用同一种投资法,投资绩效还是会因人、因技术而异。

然而研究数据表明,价值投资法绝对是经营投资组合的最佳策略,尤其是从长期观点来看,价值投资法的表现更是领先群雄。伊利诺伊大学(Univ. of Illinois)的研究报告指出:“价值投资法的操作绩效和其他追求业绩增长的操作策略相比,前者的年平均收益率高出8%。”研究中同时发现,“价值投资法在整体股市走低时,相对来说表现较为良好。在研究期间122个股市上涨月份中,价值投资法与其他操作策略的绩效不分轩轾;股市涨幅最大的月份,价值投资法的操作绩效明显领先其他操作策略和



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场指数，然而当股市崩跌的时候，价值投资法的表现更是耀眼。整体来说，价值投资法无论在股市上涨、下跌或盘整时，都优于其他策略。”

弗吉尼亚大学达登商学研究所（Univ. of Virginia's Darden Graduate Business School）的迈克尔·伯利（Michael Berry）和米奇尔·斯特恩（Mitchell Sterm）两位教授，在一篇研究纽约证券交易所（NYSE）的报告中指出，如果一位投资者在 1962 年初，以 1 万美元买进纽约证券交易所的低本益比股票（即本益比排名居后 1/5 的股票），到了 1987 年，他的资产将达到754,167 美元；如果他平均买进市场上的所有股票，资产将只达到前者的 1/3，即229,828 美元（低本益比股票正是价值投资法选股的重要参考因素之一）。研究报告同时表明，低本益比的投资组合，年平均收益率达 16.8%，而标准普尔 500 指数的年平均增长率只有 9.8%。

此外，弗兰克·罗素公司（Frank Russell Company）所编制的不同指数组合，也说明了价值投资法的长期获利能力。如果某人在 1979 年以 10 万美元投资于罗素评价 3000 指数（Russell 3000 Value Index）所列的各股，到了 1996 年底，他将拥有多达 161 万美元的资产；如果他同时以相同金额投资罗素增长 3000 指数（Russell 3000 Growth Index）所列的各股，资产将只能增



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长为29.1万美元。(这两项指数都是由罗素公司，选取不同的股票为样本所编制。两项指数的样本股票涵盖了美国境内98%的上市、上柜股票。)罗素评价3000指数的高增长特性，佐证了伊利诺伊大学研究报告的正确性。

价值投资法不仅在美国股市表现卓越，在其他国家的表现也令人刮目相看。刊印在《财务分析师杂志》(Financial Analysts Journal)的一项研究报告指出:“在实施本研究的6个海外地区，价值投资法股票组合的绩效，都优于增长型股票组合(研究期间自1981年1月～1992年1月止)，而两组投资组合都经得起风险的考验。”研究报告更进一步点出，“价值投资法在海外市场的获利更令人惊讶。”

展望未来

即使有了上述的例证，仍然有人怀疑，沃伦·巴菲特和华特·施洛斯以价值投资法崛起于20世纪50年代和60年代的股市，但是目前的投资环境是否已经不同?价值投资法在现代是否仍能连战皆捷?

没错,投资环境正在改变,而且变得更适合于价值投资法。过去30年来,投资市场有两个剧烈变化,即法人比重明显增加、投资



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期间大幅缩短，使得运用价值投资法的基金经理人更有发挥专长的空间。在伊利诺伊大学的研究报告中提到："许多投资人热衷于追寻两三个月内能暴涨数倍的股票……基金经理人的持股时间更短，一旦他们的绩效落后于大盘或落后于同业，马上会面临基金受益人赎回的压力。但是利用价值投资法所选取的股票，约需3～5年的时间才能显现威力。在这段时间内，价值投资组合的绩效可能逊于大盘。因此，许多基金经理人基于职业考虑，为了不承担这种风险，便会避免使用价值投资法。"

研究报告的结论里写道："散户和基金经理人都选择增长型投资组合，这么一来使得价值投资法的选股标的愈发便宜，获利也将更加丰厚。"换言之，追逐明星股的投资潮流反而产生市场区隔的效果，让运用价值投资法的经理人趁机大捡便宜。

寻找低价股

相对于上述结论，财经专家可能会驳斥："高效率市场不可能有漏网之鱼；分析师太了解许多公司的内情了。"

这个说法或许是对的，潜力股并非唾手可得，但是施洛斯、巴菲特和其他运用价值投资法的经理人，依然能从沙中淘出黄金。哥特—拉森船务公司(Gotaas Larsen Shipping Corp.)和海湾西方



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司(Golf & Western)就是其中的两个成功的案例。

哥特·拉森船务公司

当全球航运不景气的时候，哥特—拉森公司的股票由 12 美元崩跌至 4 美元，当时有两家运用价值投资法的公司，巴克雷兄弟（Barclay Brothers）和英伦财务公司（British Financiers），在这个价位买进哥特—拉森公司的股票。当时该公司拥有的油轮和豪华游轮船队，每股清算值为 7 美元；到了 1998 年，哥特—拉森公司以27 500万美元的价格，让售 1982 年仅值3 000 万美元的游轮船队，于是巴克雷兄弟和英伦财务公司即以每股 48 万美元的价格出售手中持股。

海湾西方公司

海湾西方公司则是另一个成功的例子。1982 年，海湾西方公司的盈余大幅减少，还吃了几笔倒账，虽然账面价值为 28 美元，但股票市价只有 15 美元左右，约为账面价值的一半。当时的海湾西方公司看起来似乎摇摇欲坠，然而实际上却有着东山再起的潜力，经过内部整合仍能重振雄风。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1984、1985两年，该公司进行了一次大规模重整行动，完全脱胎换骨。投资人获知公司重整成功，群起追逐，到了1987年，海湾西方公司的股票已飙涨为账面价值的两倍以上。

散户可以运用价值投资法吗？



坦白地说，以上两个成功案例都是机构投资人的杰作，所以一般投资人难免会问：散户也可以运用价值投资法吗？答案是肯定的。

其实价值投资法的技巧很简单。投资人只要有耐心，肯用心，都可以从市场中挑选出潜力股，为自己创造财富。或许与股市专家吃饭、喝酒、畅谈股经令人愉快，但获利却远不如价值投资法。从第二节开始，我们将化繁为简，逐步解说价值投资法的各项细节。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二节
冬天买草帽

任何时候，股票市场中都有所谓的增长型投资法吸引着大多数投资人的注意。从另一个角度看来，这也意味着冷门中往往藏着更值得投资的公司等待价值投资人的发掘。

我们用一个最实际的例子来解释价值投资法和增长型投资法的差异。如果你在冬天走进百货公司，会发现所有的人都在购买毛衣、外套、羊毛帽子，这些当季的产品需求大，价格也高。我们把这些买毛衣的人归类为增长型投资人。

这时候，冷僻的角落里还有两个拍卖摊位，堆着泳装、草帽、凉鞋。时值冬季，很少人对这些商品感兴趣，偶尔你会看见有一两个人走到摊前，用几分钱买价值几美元的东西。这些人可



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以被归类为价值投资人。

也许你会问，价值投资法真的这么容易？就像到百货公司买过季商品一样？如果价值投资法的记录如此辉煌，又这么容易运用，为什么投资人不利用它来创造财富呢？

找出其中的原因并不困难，本节除了简介价值投资法的定义之外，更要说明一般人弃此就彼的原因；解释投资人必须抱着“买公司”而不是“买股票”投资心态的理由；此外，我们将讨论“反市场操作法”以及“反专家操作法”等主题。现在让我们先踏出第一步，快速浏览价值投资法的基本哲学。

价值投资法的真义



想替价值投资法下个定义并不容易。许多投资人挂羊头卖狗肉，自认为是价值投资法的忠实信徒，实际上则变更选股策略，缩短持股时间，把价值投资搞得面目全非。

一般来说，当某家公司的股价低于实际价格（实际价格为年平均收益加上清算价格），该公司即称得上是价值投资法的选股标的。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值投资法宗师本杰明·格雷厄姆（Benjamin Graham）认为，投资人可以用两种方法评定股票价格：一是估算公司的盈余能力（earning power）；一是估算公司的账面或资产价值。本书中，我们将只讨论后者。

按照格雷厄姆的第二个方法，使用价值投资法时，似乎只需找出股价低于实际价值较多的股票即可，其实不然。接下来，我们将一一介绍这些必须参考的选股标准。

价值投资法的精义在于，以折扣价格买进股票。无论在任何时候，市场中都有所谓的增长型投资法吸引大多数投资人的注意力。从另一个角度来看，这意味着冷门中往往藏有更值得投资的公司，等待着投资人去发掘。

这个道理极其简单。但是，为何市场上仍有许多股票以极不合理的高价成交，而潜力股却总是被弃之如敝履？就好比只有精明的消费者才会在冬天光顾草帽、泳装摊位。事实上，寻找潜力股的妙方在于注意公司内部运作情况，也就是估算该公司的获利能力以及获利的原因。

运用价值投资法的投资者不会在意公司的外部信息，像每季盈余、成交量、波动性、股价走势等。因为这些分析工具，对价值投资法并没有大用。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

寻找潜力股



格雷厄姆在 1973 年出版的《智慧投资人》（Intelligent Investor）一书中曾指明，国际迅捷公司（National Presto）是家深具潜力的公司。

乍看起来，国际迅捷应是家庭主妇最喜欢的公司，因为该公司发明了压力锅、电子炒菜锅、可直接与水龙头相连的蒸汽熨斗、不锈钢咖啡壶等产品。这家公司的产品可说是无所不能，而惟一不能办到的，就是它始终无法激起投资人的兴趣。

虽然国际迅捷年年交出漂亮的损益表，但股价却由 1968 年的 45 美元，一路跌落至 1970 年的 21 美元；当时该公司的本益比只有 4 倍，而且股价仅达账面价值的 65%。即使在这种情况下，国际迅捷的盈余增长仍然非常惊人，由 1958 年的每股 0.77 美元，跃升至 1968 年的每股 5.61 美元；到了 1972 年 3 月，国际迅捷的股价回升至 34 美元，本益比仍只有 5.5 倍，且股价下幅低于现值（net current asset）。

格雷厄姆不是个说一套、做一套的人。1973 年，《智慧投资



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人》一书出版后不久，他即以每股33美元的价格买进1,000股国际迅捷的股票。有趣的是，他在1974年3月又以每股28.9美元的价格买进国际迅捷的股票，而且还包括手续费在内。当时它的本益比为4.5倍，资产现值为每股41美元，账面价值为50美元，资产负债表的现金科目（cash items）更是高达每股19美元。两年之后，当它的账面价值达到每股54.25美元时，他才卖出持股，于是，两年间获利64.3%；在这两年中，大盘滑落了20.8%，由此看来，谁说在空头市场中没有上涨的股票？

买公司而不是买股票



买进价值投资法选取的股票，必须要有成为公司股东的意愿，而价值投资法也的确会让你成为公司的股东。换句话说，这是价值投资人应有的心理准备。

价值投资人必须像企业家一样，充分了解投资公司的实际价值，即公司资产的细目和营收来源，也就是格雷厄姆所提出的“内在价值”（Intrisic Value）。就资产来说，内在价值代表万一公司必须变现的价格；就营收来说，内在价值是指公司必须具备



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

超越长期 AAA 级债券的获利能力。

价值投资人从头至尾都必须掌握最基本的原则：买公司而不是买股票。此外，股价和公司的实际价格是价值投资人最应关切的两个数据。

毫无神秘可言

价值投资法所运用的策略，与一般的投资观念迥然不同。许多投资专家和学院派教授畅谈效率市场、避险策略、β值、α值，认为价值投资法的观念过于简单，毫无神秘可言。事实也确是如此。

然而，价值投资法仍需要投资人的努力（没人说过价值投资法有那么简单）；并非草原上的每匹马都适于骑乘，投资人在进场前必须经过几道筛选手续。

股市投资人时常因为股价的波动而胆战心惊，一味听信市场传言，对公司的情况毫无了解。事实上，短线的股价波动根本不值一顾，除非投资人期望短线获利。

长期投资者的策略就完全不同，对他们来说，长期优良的绩效是慎选持股、并且长期持有的必然结果。若想成为价值投资人，你应该把心力放在注意自己的选股和分析有无错误上，而不



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是专注于行情的起伏。

去除迷思



当今许多投资人怯于运用价值投资法，这显然是受华尔街两大迷思——效率市场理论及β值（Betas）的缘故。

效率市场理论

许多财经学者和股票专家都认为，股票市场是一个完全效率市场。在他们眼中，股票市价绝对能够充分反映出已揭露的公司营运远景，因此，研究公司的盈余和净值就像是用牌算命，只会徒耗精力。他们相信分析师已经获取了所有信息，市场上根本没有股票会被低估。

效率市场理论（EMT）已被专家包装打扮得光彩艳丽，成为20世纪的市场主流思想；股市专家高尔（Gaul）更进一步将效率市场区分为低效率、中效率以及高效率三种型态。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

低效率市场

低效率市场理论认为，股票以往的价格与未来的价格无关。换言之，投资人买进股票时，可以不去参考这家公司以往的股价。从长期来说，股价变化处于随机波动的状态。

价值投资法与低效率市场理论之间，并没有严重冲突之处。因为价值投资法认为，所谓的技术分析无法取代基本面分析(fundamental analysis)。许多研究表明，过去股价与未来股价间的相关性极低，因此价差往往不够支付手续费。

中效率市场

中效率市场理论认为，由于信息时代的信息传播迅速而且全面，所以市场反应的速率也会因而大增；这也就是说，一旦上市公司、个别产业或总体经济的信息在市场中传播开来，股价便会立刻有所反应。

然而，信息传播的速度加快，并不表示它所有传递的信息一定正确。快速传播的信息通常只是简单扼要的信息，随后的详细解读，可能得出完全不同的结论。

高效率市场

高效率市场理论认为，任何一刻的股价，都已充分反映了所有信息。换言之，从公开资料中得出的精辟分析不能使投资人获得利润，因为用高效率市场的眼光看，所有的证券分析和内部消



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

息已经充分反映在目前的股价上。

高效率市场理论根据是:这个世界是由完美而理性的人组成的,而人的行为都是合乎逻辑而且是可以被预测的。可惜的是,股票市场非但不合逻辑,还常常毫无章法。剑桥大学的克利福德·普拉泰(Clifford F. Pratten)教授曾评论:"效率市场假说(EMH)最受争议之处在于,并非所有的投资行为都是理性的;情绪、恐惧和渴望常常影响投资人的决定。基本上,整个市场充满了贪婪和恐惧的拉锯战。"

非理性市场的最佳例证，是以每股 13.75 美元的价格，买入国际值造公司（National Value and Manufacturing）的股票，当时该公司的本益比仅 2.4 倍。这家公司零负债，资产现值每股 23 美元，包括每股 19.35 美元的账上现金。资产负债表上的现金和约当现金，占股价市值的 60%，年度益利占股价的 42%(标准普尔 500 指数最近 50 年的平均益价比也不过 6%)。显然国际值造公司的股票既不合理，也不合乎效率理论。以后这家公司的股票飙涨，更充分说明了股市非理性的一面。

每年的 1 月、4 月、7 月及 10 月，当各上市公司公布营运报告时，我们经常会发现盈余数字与华尔街分析师的预估相去甚远，这个现象更是反映出市场无效率的一面。因为在一个效率充分的市场中，预估值与实际数据应该相当接近，不应该出现



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

10%、50%甚至100%的差距。

结 论

近年来市场价格的大幅度波动，使得效率市场理论更是备受争议。普拉泰教授指出："1987年的大崩盘期间，道琼斯指数在6天内跌幅达到30.7%，价格如此大幅度且迅速的滑落显然与市场信息完全无关，该现象说明了效率市场理论不切实际的一面。"

加州大学(Univ. of California)的罗伯特·胡根教授(Robert A. Haugen)在研究中指出效率市场的缺点，他说："目前的市场可说是处于极度无效率而且失序的状态。高风险的股票被预期只能创造低利润，但是低风险的股票却被预期能创造高利润。"

和普拉泰教授一样，胡根教授也认为心理因素对股价影响甚大，"许多数据显示，投资人常常对于股票以往的表现反应过度，将增长型股票(也就是被预期会出现高增长的股票)推向不可思议的高价，将价值型股票(也就是增长率被预期低于平均值的股票)打落到不合理的低价；然而，在追逐高盈余股票时，往往产生高档套牢或获利有限的情况，这时低价潜力股反而能为投资人创造丰厚的利益。"

许多价值投资人都同意，技术分析和若干股市基本原理可以使市场更具效率。但是经过深入分析后，投资人应会惊觉某几项

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理论，如小型股效果理论及低本益比股票创造高获利理论，完全和效率市场理论背道而驰。

显然在充满贪婪和恐惧的市场中，清晰的逻辑推理将成为稀有珍宝。价值评量与股票市价之间的差距，凸显了市场无效率的盲点，也替评估投资人创造更大的获利空间。

β 值

华尔街的第二个迷思，就是一再地警告投资人避开高 β 值（high-beta）的股票。因为从 β 值的角度来看，这些股票相当容易随大盘涨跌起伏。

β 值理论显然过度简化了投资实务。完全描写沃伦·巴菲特投资哲学的书《点石成金术》（The Midas Touch）的作者约翰·特雷（John Train）就曾明确点出 β 值理论的缺点。

特雷指出，巴菲特的操作成效，就是以 75 美分的价格买进价值 1 美元股票的最佳实例。如果股价掉到 50 美分，而整体市场并没有明显变动时，这只股票的价值仍然是 1 美元。不过这时股票的 β 值会增加，但是获利机会和安全度始终维持不变。若是为了高 β 值而牺牲这次获利机会，显然不是明智之举。

巴菲特在多年前买进华盛顿邮报公司（The Washington Post



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Company）的股票时，当时公司的股票市值只有 8 千万美元。然而整个公司转手的实际价格，估计高达 4 亿美元。

如果该公司的股票市值随后跌落至 4 千万美元，它的 β 值绝对会随之升高，而股票市值下跌，代表着未来不可能有更高的获利潜力。投资人应该为了高 β 值而退场观望吗？当然不！因为到了 1997 年，华盛顿邮报公司的总市值已达 36 亿美元，是 1973 年的 45 倍。

避开陷阱



在学习使用价值投资法的最初阶段，投资人必须克服一些障碍。不过，这些障碍都不算什么；成功的价值投资人只需谨记教训，把握住方向，就离成功不远了。话说回来，每个人也必须从中建立一套独特的操作策略。

操作策略

从现在开始，你可以不必再预测股价走势。增长型投资人善



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于规划未来，运用价值投资法的价值投资人只掌握目前的真理(不过有个基本假设是，以往具有价值的事物，未来也应该具有价值)。

价值投资人不必从财经报章中寻找低β值的股票，也不必预测利率走势或景气前景。然而，他们必须研究市场上的“概念股”或当红产业。此外，价值投资人必须以“买公司而不是买股票”的心态进场投资，就这点来说，价值投资人必须做个企业分析师，而不是市场谋略家。

首先，价值投资人必须注意该公司的实际价值与其股价的相互关系，如果这个数字令人满意，就需要进一步评鉴该公司的经营管理能力。公司的财务报表最能看出经营绩效，而且这么做也可以避免个人受到情绪或经营等其他因素的影响。万一你对于数据无法理解时，不妨拨个电话直接向该公司的总裁或财务主管请教，或是向股东服务科询问。

排除个人好恶

价值投资法的选股标的非常广泛，只要是财务报表翔实的公司，都可以是价值投资法评选的目标。所以不论是赫赫有名的大公司，还是名不见经传的小公司；营运良好的公司，营运困难的



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司都有机会被价值投资人选中。

营运困难的公司也可以成为投资目标吗？是的。因为这类公司的特殊管理方式往往会使得营运产生意想不到的变化，让投资人获得意外的惊喜。尤其是当这家公司的股票已经相对低档时，更容易出现上述情况。比如公司变卖资产，使营运获得业外收益，造成股价上涨。

静如处子

对价值投资人来说，有时退场观望反而是最佳策略。许多错误的决定都是因为投资人不懂得“一动不如一静”的道理，因盲动而自食恶果。

虽然我们从孩提时代就被教导要积极做事，但是耐心更是投资人所必须具备的素质。有些投资人辛辛苦苦积累一笔钱财之后，就忘记了耐心的重要，将大笔资金投入自己不甚了解的产业，因而遭受惨痛损失。

美孚石油公司（Mobil Oil）的失败投资就是一个最好的实例。当美孚公司因获利丰厚而拥有大量现金时，就急躁地买下蒙哥玛丽公司（Montgomery Ward），期望进入原来不甚熟悉的零售业，最后失败了，此事使美孚公司的经营阶层后悔莫及。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

24 秒持球限制

职业篮球赛时，持球的一方必须在 24 秒内出手投篮，否则会被判犯规，换成另一方获得控球权。华尔街的游戏规则和篮球规则完全不同，你可以慢条斯理地拍球、运球，等到最佳时机来临时再跃身投出。价值投资人必须明白，通过价值投资法所选的投资标的，肯定不是市场上的明星股或交易热门的股票，它们大多是冷门而且不起眼的股票，投资人必须耐心地等待它的价值被发掘，有时等待的期间会长达 3～5 年。

利用价值投资法评估后所选取的股票，不会立即飙涨，也无法通过短线操作使投资人获利。价值投资法选取的是低价但公司营运出色的股票，或是表现平平但是价格合理的股票。

一般说来，许多因素会使得股票出现相对合理价格，譬如市场对某项产业失去兴趣、周期性的景气循环、突发性的利空消息，这些时点都是经验丰富的价值投资人进场的绝佳机会。

景气循环

1980 年，受到整体经济不景气及汽车销售量大幅衰减的影



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

响，福特汽车公司的每股净损失多达 12.83 美元。

当时，福特汽车的股票创下 18.50 美元的新低价，随后的两年福特汽车仍然亏损累累，股价也几乎纹丝不动；一直到景气好转，汽车销售量大幅增加，福特的股价才大幅上升。当初按兵不动的价值投资人于是在 5 年内获利 12 倍。

突发性利空

因突发性利空而获利的案例，以卡拜化学公司（Union Carbide）和伍尔沃思（Woolworth）公司最为有名。

1984 年，卡拜化学公司位于印度的工厂发生大爆炸，造成 3800 人丧生，因而卡拜公司的股票在市场上直坠而下。事件平息之后，投资人注意到卡拜公司的长期获利前景，股价便开始稳步上扬，使先前在利空阶段大捡便宜货的投资人，这时更是狠狠地赚了一笔。

伍尔沃思公司则是另外一个因利空消息而创造股价获利空间的实例。80 年代，伍尔沃斯公司因扩充太快而负债累累；到了 1992 年，公司亏损达 5 亿美元，股价也由 1991 年的 36 美元，崩跌至 1996 年的 9 美元。随后，新的经营人员入主公司，大幅缩减成本，改变营运项目。当时一般投资人都不看好这次的公司



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

重整，仍继续在市场上抛售持股。9 美元的市场价格，只是该公司现金流量的 3 倍，且低于每股账面价值。而另一批具有价值投资意识的人士，则在此时默默吃货。到 1996 年底，伍尔沃斯公司的股票已涨至 22 美元，短短一年之内，获利 135%。

这两个例子说明，大部分投资人都已养成盲从的习惯，在市场上追高杀低，替他人创造财富。

众人皆醉我独醒

价值投资法经常与市场潮流背道而驰，它不随着消息起舞，也不预测后市，更不盲从其他投资人的建议。

价值投资人的自信心是获利的基础。譬如，1987 年华尔街股市崩盘之前，许多价值投资人找不到价位低廉的股票，明显持股不足，然而他们宁可选择短期无息国库券（Treasury bill）也不愿随市场起舞。在大多头行情时，持有大量现金需要坚定的决心和自信。同年 10 月 19 日，华尔街股市大跌 21%，终于证明这些价值投资人的坚持是对的。

大多数人都有随大流的倾向，别人买就跟着追高，别人卖就跟着杀低。独排众议说起来容易做起来难，但坚持者必将有成。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

专家不等于赢家

长期以来，股市专家都是主导市场的角色，而价值投资人则经常与专家大唱反调。专家断言股市行情的传统由来已久，他们熟知股经，也能深入分析、解释已发生的事件，但是拙于预测未来。

1486 年，费迪南国王（King Ferdinand）与伊莎贝拉女王（Queen Isabella）任命了一个专门委员会，由阿微拉主教（Avila，Hernando de Talavera）担任召集人，负责研究哥伦布（Columbus）的西向航行计划是否真能到达新大陆。经过 4 年研究，委员会认为这个计划不可能实现，并且列举了三大理由：西方之海漫无边际，不可能进行远航；即使哥伦布抵达目的地，也不可能返航；按照圣·奥古斯汀的说法，地表绝大部分被水所覆盖，因此根本没有新大陆的存在。还好，当时哥伦布没有听信专家之言。

大多数投资人都对专家的话深信不疑，而专家的话也往往具有高度说服力，让投资人自己不再深思就采取行动。不幸的是，先行动而未深入思考的结果，常使投资人损失惨重。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

专家常成为输家

这是一个投资信息泛滥的时代，投资人每天通过不同的渠道获得不同的市场预测：多头市场已经发动了；某股的价格已超越所值；投资大众对后市普遍悲观，这些预期给予投资人广阔的想象空间。从早晨开始，各种评论经过不同的渠道来到我们身边，经过传播与发酵后，又成为晚间新闻。

投资人能从专家的预测中获利吗？《智慧投资者》（Investor Intelligence）周刊调查 1963 年～1996 年间知名投资顾问公司的建议，发现专家对于股市所做的短期预测往往错得离谱。（见表 2-1）

表 2-1　顾问公司于市场转折点之预测准确度统计表

日　期	预测多头（%）	预测空头（%）	正确率（%）	转折头后标准普尔 500 指数之涨跌幅（%）
1996/02/09	34.9	11.9	53.2	−22.2
1996/10/07	25.4	52.5	22.1	+48.1
1968/11/28	40.9	27.3	31.8	−36.1
1970/05/26	29.0	56.5	14.5	+73.5
1973/01/11	61.1	15.3	23.6	−48.2
1974/10/03	40.0	60.0	0.0	+73.1

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

日　期	预测多头（%）	预测空头（%）	正确率（%）	转折头后标准普尔 500 指数之涨跌幅（%）
1976/09/21	60.3	11.8	27.9	-19.4
1978/03/06	35.5	61.8	2.7	+61.7
1980/11/28	34.8	37.1	28.1	-27.1
1982/08/12	39.0	41.0	20.0	+228.8
1987/08/25	59.8	17.2	23.0	-33.5
1987/12/04	28.0	45.8	26.2	+64.8
1990/07/16	45.2	34.7	20.1	-20.0
1990/10/11	41.4	50.0	8.6	+150.0

注：统计至 1996 年 12 月 31 日。

资料来源：《智慧投资人》周刊

1973 年 1 月，股市崩跌 50%，在此之前却只有 15% 的顾问公司看空后市；1974 年底股价跌到最低点时，竟有 60% 的专家开始翻多为空。这群顾问、专家显然落后股市 600 天，导致数十亿美元的投资损失。1982 年 8 月，股市大多头行情开始启动时，只有 39% 的专家看好后市；1987 年 10 月股市崩跌之前，仅有 1/4 的专家看坏后市。

显然专家和普通人一样，并不握有股市水晶球。盲目听从专家的意见，可能使你买在最高点，卖在最低点。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人云亦云的代价

跟随所谓的股市名嘴往往需要付出昂贵的代价。名嘴被光环笼罩的主要原因是他们曾有过短期的辉煌表现,但如果投资人长期亦步亦趋,将会得不偿失。因为就连一只停摆的时钟,每天也有正确的时间。

我并不是建议，所有的投资建议都不值得相信，因为市场上仍存有一些真知灼见。不过在采取行动之前，投资人不妨运用三项标准，谨慎过滤。

1. 投资建议是否符合逻辑?

2. 是否有其他因素未考虑被列入?

3. 你是得到洞察先机的判断，还是事后诸葛的评判?

即使是专业投资人，有时也会误入人云亦云的陷阱：我错卖卡拜公司的股票，就是一次惨痛的教训。我的公司在 1982 年 12 月，以每股 48.5 美元的价格买入卡拜公司的股票。根据价值投资法，这项投资很合理。当时卡拜的本益比只有 5 倍，股价是账面价值的 66%，公司负债比率也维持在合理的范围内。在我买入卡拜股票后，3 年来它一直维持稳定上涨的局面。

有一天，报纸的头条新闻赫然出现，“卡拜公司将损失数十亿美元。”这个数字比联邦政府的年度赤字还大，于是在客户的



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

压力和税务考虑下，我在 1984 年 12 月以每股 34.125 美元的价格，出清手中的卡拜公司股票。但是风平浪静后，大家才发现卡拜的亏损没有这么严重。

卡拜的股价又开始扶摇直上，再加上市场传言某财团有意接手，股价甚至涨至每股 98 美元的新高点。显然，我在 34 美元附近卖出卡拜，是一个愚不可及的决定。

结 论



许多投资人都熟知过去的股价走势，但对未来的股价却一无所知，所以突发性的消息，往往会引起价格大幅波动。

有些影响股价变动的因素是可以被评断的。以往影响股市的因素,在可预见的未来仍将影响股市。过去 200 年来,美国国内生产毛额(Gross Domestic Product)的年平均增长率一直维持在 3%左右;过去 50 年来,整体企业获利率也一直维持固定比率。这些数据在短时期内都不会改变,然而个别公司的营运状况,或是新产品的市场反应,却不是我们可以预见的事情。

我们将在下一章探讨股票的评价方法和个人选股策略。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二章

选股秘诀

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

原书空白页

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一节
评价方法

价值投资人如何选取股票？《华尔街日报》（The Wall Street Journal）向来是解读美国财经情况的最佳刊物。然而每天翻开行情表，多数人仿佛掉入茫茫股海，不知各股间究竟有何差别，更不知道如何建构投资组合。

事实上，建构投资组合就像买房子一样，只需遵循几项简单且合逻辑的原则；买房子的时候，我们会先决定置产的地段，再逐步删去不合适的房子。建构投资组合的方法也一样，必须运用筛选法。

本节将阐述筛选法的细节，一旦投资人学会这项技巧，就可以用来界定选股目标的范围。刚开始选股看起来是件繁杂的事，不过在接下来的三节里，你将逐渐学会一些诀窍，渐渐缩小选股



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

范围。

掌握最佳买卖时机，在安全状态下获得巨额利润是投资人的最终理想。如何建构投资组合？何处可找到评价股票所需的资料？何时出售持股？这三个问题，将是投资人需要通过的第一道关卡。

基 本 观 念



下列四个问题,点明了价值投资法的基本观念。

何谓有价值的股票?

被价值投资法评选为有价值的股票的市价一定低于该公司的实际价格，至于会低多少则视情况而定。一般说来，具有潜力的股票应低于公司实际价格的 1/3。

公司注册地重要吗?

公司的注册地或主要业务所在地一点儿也不重要。因为不管潜力股注册地在圣地亚哥、伦敦、斯里兰卡，都可能在纽约证券交易所（NYSE）或其他美国境内交易所挂牌，或者通过柜台买卖；此外，澳大利亚悉尼、德国法兰克福的证券市场里，也有许



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多潜力很大的股票。

产业类别重要吗?

一家公司的营业额以及其所属产业类别，与该公司是否为潜力股无关。有些潜力股的年营业额仅有 500 万美元，有的高达 800 亿美元，且分属于不同的产业〔投资人偶尔可浏览《财富》(Fortune)、《福布斯》（Forbes）杂志，了解上市公司的营业额〕。

应该避免何种类型的公司?

虽说这个问题较偏向心理及分析方面,但也相当重要。投资人必须记住一个原则:千万要投资于自己了解的股票;对投资对象了解越多,就越能保护自己的财富。只有你彻底了解一家公司,才能激发追根究底的精神,彻底挖掘公司的内部详情,也就不会轻易地被媒体的报道牵着鼻子走了。

选 股 标 准



价值投资人必须以谨慎的态度筛选股票，下列六点是“好”股票的一些指标:



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 找出近几年来维持高获利率的股票。基本上，年平均获利达 12%或 13%的股票就可以被纳入考虑范围。

2. 了解该公司管理层。投资人不妨亲自访问公司，从该公司的各项资料如年报中获得相关信息。此外，投资人应该查出管理层到底拥有多少股权。如果一位总裁持有 20%以上的股权，他和股东意愿一致，就会将股价推向高点。如果管理层只是领薪水、分红利的上班族，他们和股东根本不在同一条船上，很难目标一致。

3. 公司的盈余数字应该通过正常运作来创造，而不是靠会计师的粉饰。事实上，会计方法的确能虚饰盈余，让它看起来跟真的一样。知名会计学者阿伯拉罕·布里洛夫（Abraham J. Briloff）曾说过一段发人深省的故事。有家证券承销商替一家上市公司找审计师。承销商面试了许多位会计师，问他们同样的问题："二加二等于多少?"几乎每一位会计师都毫不犹豫地答："二加二等于四。"只有一位会计师在经过思考之后，反问面试者："你希望是多少?"

4. 查明该公司库存产品的周转率是否高于同业？产品的利润是否也高于同业？是否能预期该公司未来的财务状况？

5. 找出该公司的营业项目。因为一家本质良好的公司，应有明确的营业项目。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6．了解公司的经理人是否为股东的利益着想？是否将成本控制得当？而不是一味地扩张业务。

诺兰德公司(Noland Company)就是一个最典型的例子。这家公司注册地为弗吉尼亚州，主要业务为分销电器和铅管，它的营利和盈余长年处在行业水准之下；而公司的管理层却常在股东大会上夸耀营业额的大幅增长，但是对于每股盈余却只字不提。这显然不是个替股东着想的作法。

除了上述的六项选股标准之外，低价买进是价值投资人必须遵守的一项重要原则。就像我本人虽然不认同诺兰德公司的经营理念，但是当我发现它的股价低到非常不合理的时候，仍然会进场买进该公司的股票；最后证明这是一次成功的投资，关键就在于低价买进。

淘汰不合格的公司

筛选优良公司和淘汰不合格的公司，事实上是一体两面，只要把刚才的指标反过来即可。

1．负债累累的公司通常隐藏着重重危机，最好别投资；而快速增加的债务则显示该公司营运出了问题，最后可能导致破产或重组。负债不能大于资产是挑选公司的一大原则，不过该原则



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

并非放之四海而皆准，至少在金融业就完全不适用。这是因为金融业的利润，完全来自于存、放款之间的利差。

投资人必须避开高负债公司的原因在于，如果一家公司将所有的资产都抵押殆尽，而债务仍在增加，它将无法处理突发事件。一般人不可能预测经济景气、个别产业、或一家公司的突发情况，但是避免将资金投资于高负债的公司绝对是个可行的避险方法。因此，买进股票之前绝对有必要先检查公司的财务状况是否良好。

2. 如果某家公司的经理人，从来就只关心自己的薪水、奖金、年终分红，而不关心股东的利润，奉劝你最好不要买进这家公司的股票。投资人可以从证期会的资料中找到关于经理人的支薪细节。此外，公开说明书、股东会资料中也都记载着这些数据。

3. 如果一家公司的盈余不是现金，而是账上的数字，最好别碰它。因为这种类型的公司在营业额增长时，必然会缺乏营运资金，需要用现金增资以应付营运需要。所以在查看财务报表时，必须留意现金流量；正常的现金流量表示公司除了有能力偿付各项费用外，还应有余额配息、投资或买进自己的股票。

4. 避开那些经常为了赶潮流而改变经营产业的公司。许多国防工业合约都鼓励将高风险的新项目交给私营企业办理，然而



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

企业经理人认为，经营高风险产品就好像是拿整个公司去赌博一样危险。

5. 如果某家公司的产品售价单一固定，而且长期不调整价格，我建议你也将它排除在外。因为一旦发生通货膨胀，这家公司将一败涂地。

6. 资本密集的公司也应该尽量避免，因为这样的公司其现金流量显然不足，获利也不高，他们必须时常以举债或现金增资方式达到收支平衡。

7. 投资人必须特别留心，别投资在受政府特别法规管制的产业，因为这些公司的营业利润被法规所限制，所以通常不会制定长远的投资计划。

8. 对于发行数种不同种类股票的公司，投资人更是要小心谨慎，因为有些股票被限制盈余分配的上限，有些股票没有投票权；碰到国外公司在美国境内发行的股票时，也需要格外当心，这些股票在美国市场的价格往往与住所国的价格不同。

9. 避开那些产品仅仅偶尔进行打折的公司，因为减价和打折是生意成功的重要方法。

10. 避开连续不断增资的股票。因为每次增资都将稀释股东权益，更稀释每股盈余，进而降低市价。此外，如果增资所募集的资金，被投入低收益的产业，或是投入经理人未充分认识的产



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业，将造成更大的风险。投资人要切记，有时候大饼并不一定好吃。

其他筛选方法

了解基本选股方法之后，让我们再进一步探索有关价值股的几个方面。

不景气的产业

注意寻找那些被投资人遗忘的公司。事实上，你不必耗费太大的心思就能找到它们，因为任何时候，总有某些产业面临困境。举例来说，在1990～1991年的萧条期之后，金融市场面临极大的压力，银行间的竞争日益恶化。当时，许多银行以低于账面价值的价格被并购。然而当经济复苏之后，地方银行和金融中心型的银行立刻步入强势的重整。

区域不景气

投资人不妨把目光放在某些经济困难的地区，像20世纪80年代石油价格大幅滑落，使得州和俄克拉荷马州陷入经济萧条；90年代初期联邦政府大幅削减国防预算，使加州的经济损失惨重。当市场人士对短期现象反应过度时，正是价值投资人进场的好时机。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

新低价

潜力股还经常出现在报纸的行情表里，《投资者日报》（Investors Business Daily）或《华尔街日报》经常刊载在前 1 个月创下近 12 个月新低价的股票。一般来说，投资人必须特别小心创新高的明星股，因为市场上对这些股票早已注意多时；那些在创新高价股票排行榜里名次居中的公司，投资人倒是可以放手一搏，因为成功的机率很高。

从基金持股中寻宝

我们也可以从运用价值投资法的基金持股中寻找投资目标，像坦普尔敦（Templeton）基金、互惠基金都是以价值投资法为操作策略。投资人只要找出这些基金的持股明细，留意那些已被持有满半年的股票，就可以找到理想的标的。(注意：不要在某有名的基金进场买入某家公司股票时马上跟进。你必须了解自己买股票的理由，并且对自己的逻辑思考有信心，免得错买错卖，进退都没有理由。)

善用媒体

我们经常可以从《巴伦斯》(Barron's)金融双周刊、《华尔街日报》、《纽约时报》(New York Times)、《投资人日报》、《金融时报》（The Financial Times）等刊物中，发现一些选股的线索。这些媒体经常报道华尔街的热门股，有时候从这些热门股中



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可以发现合乎价值投资法选股标准的股票。

新上市公司

不是每个价值投资人都适合购买新上市公司的股票，新上市公司往往被过度渲染，容易造成投资人的错觉。有些公司的上市价格贵得离谱，其本益比经常是市场平均值的2～3倍；通常期望越高，失望也越大，所以一个价值投资人应该相信眼前的数字，而不是将希望寄托在不可知的未来。

不过，新上市公司也并非一无可取。通常要等到上市过了一段时间，一般大众的热情退却之后，新上市公司的股价才能显示其本质。一般来说，这种类型的公司常会面临许多问题，例如管理层无法妥善管理公司的增长、转型失败、扩张过快，或是市场竞争日益激烈。而新上市公司通常呈现两种走势：一种是以高价上市，涨升一段后因盈余衰退而使得股价回跌；第二种是刚上市即跌破挂牌价。因此，投资新上市股票必须要有耐心，投资人最好先仔细观察，找出这家公司所面临的困难的原因。如果困境是暂时的，而且可以在短时间内改善，再出手投资。

新发行的封闭式基金

这些基金的走势与新上市公司一样，投资人最好避免在刚上市时即进场购买。封闭式基金是共同基金的一种，它的受益凭证数目固定，而且在各交易所挂牌买卖。投资人买卖封闭式基金，



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

倒不如直接买卖 IBM 或微软股票。

假设投资人在封闭式基金的承销期间，以每股 12 美元的价格购买，必须外加 7.5%的手续费。如果该基金的净值跌至 11.4 美元，再加上封闭式基金时常遇上折价，这笔投资将让投资人后悔莫及。

套利

价值投资法宗师本杰明·格雷厄姆曾在他的著作中提及套利方法，因此一般的价值投资人对套利交易都相当感兴趣，尤其最近企业并购案增多，套利买卖更为兴盛。

套利交易的进货价格，通常比并购价格低 1%～5%，一方面是为了避免并购时损失过大，另一方面是准备套取价差。套利的基本策略是，低价买入股票后，未来以并购价格卖给买方公司，期望在数个月内赚取 5%的差价。就传统的观念来看，套利交易并非投资而是投机，不过价值投资人仍然可以掌握机会，在安全的原则下套取利润。

以下是五个挑选套利目标的原则：买卖双方的关系良好；买方财力充裕；并购价格合理（以免套利者被套牢）；年投资报酬率预估在 25%～30%之间；选择规模小而较不出名的并购案，以免其他套利团体介入，造成日后的卖压。

套利的风险有目共睹，所以谨慎的投资人最好遵守上述五大



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

选股原则，审慎评估，免得遭受损失。

财务资料来源



在介绍过选股时应注意的事项后，接下来的问题是：哪里可以找到这些资料？一般来说，资料来源有两种：报刊杂志与电脑网络，投资人可通过这两种渠道获取相关资料。

报刊杂志

1.《华尔街日报》(The Wall Street Journal)

200 Liberty Street

New York，NY 10281

(800) 568－7625

日报；美国国内和国际财经新闻和各类价格。

2.《投资者日报》(Investor Business Daily)

12655 Beatrice Street

Los Angeles，CA90066



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

(800) 306-9744

日报；金融市场信息。

3.《纽约时报》(New York Times)

229 West 43rd Street

New York, NY 10036-3959

(800) 631-2500

日报；美国国内和国际新闻、分析以及各类价格行情。

4.《巴伦斯》(Barron's)

200 Liberty Street

New York, NY 10281

(800) 544-0422

双周报；新闻摘要、分析、深入访问与价格行情。

5.《价值线投资调查》(Value line Investment Survey)

711 Third Avenue

New York, NY 10017

(800) 833-0046

只有一页大小的报告与分析，每周更新关于1 700家公司的最新调查结果；每 13 周更新所有的报告。

6.《摩根史坦利国际资本市场展望》(Morgan Stanley Capital International Perspective)



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1633 Broadway

New York, NY 10019

(212) 703－4000

内含1 750 家公司的价格行情及金融数据。

7.《金融时报》(The Financial Times)

14 East 60th Street

New York, NY 10126

(212) 319－0704

日报；国际金融新闻和价格行情。

电脑网络

1. 财经电子报（Compustat）

http: //www. CompuStat. com/

内含超过9 500 家热门公司和8 000 家冷门公司的数据，具筛选功能。

2. 彭博信息（Bloomberg）

http: //www. bloomberg. com/bbn/index. html

财经新闻、信息、专栏以及各公司档案。

3. 胡佛上市公司信息（Hoover's Company Capsules）



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

http://207.13.58.34/cge-bin/show-file.cgi?sno-2393688&file=/CD_home.htmlx
内含超10 000家美国国内与国际上市公司信息；与美国证管会联网。

结 论



第一节介绍了价值投资法的选股标准，以及寻找最佳投资目标的方法。接下来的二、三、四节中，我们将讨论选择优良股票的方法，以及更精妙的选股诀窍。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二节
去粗存精

本杰明·格雷厄姆曾列举了价值五法和安全五法作为选取股票的评估标准；一家公司若是符合价值五法中的任一项，以及安全五法中的任一项，就值得投资。

我们曾在本章第一节中讨论过辨别好股票与不良公司的方法，但这只是个开始，我们还须详细审查公司的实质内涵，有时候一只好股票也暗藏各种风险。本节的主要目的在于引导投资人如何淘汰高风险的股票。我们将列举五个标准，供投资人进一步判断目标公司的实质内涵和安全程度。此外，还将引用格雷厄姆的观点，帮助投资人挑选有价值的股票。

首先，我们可以用过滤法找出高风险的股票；如果一家公司满足下列四项标准中的任何一项，建议你毅然将它淘汰出局：



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 连续五年处于亏损状态。

2. 总负债超过可变现资产。

3. 股价超过账面价值。

4. 益价比（盈余报酬率）低于20年的AAA级债券利率的两倍。(益价比是本益比的倒数。如果某公司的股票是30美元，每股盈余2美元，本益比为15倍，益价比即0.066或6.6%)。

这四项标准相当明确，然而有时情况亦有例外，投资人仍需注意自己的资产，小心其中的风险。即使是经验丰富的价值投资人，也会在掌握充足的理由后，才放宽其中一两项标准。例如，假设某家公司的贷款利率相当低，或是获利能力强，即使它合乎第二项筛选标准，也不必太在意；若是某家公司的净值虽低，却能持续创造高收益，也可豁免第三项标准的评估。不过为了安全起见，投资人还是严守标准为佳。

五种评价法



淘汰高风险的股票可以缩小标的股的范围，经过进一步筛



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

选，便可以去粗存精。格雷厄姆曾列举了价值五法及安全五法作为衡量标准，这些法则不是为学院教授所设计，而是服务于投资大众。按照格雷厄姆的说法，一家公司如果符合价值五法中的任一项，以及安全五法的任一项，就值得投资。

价值五法如下：

1. 益价比至少为 AAA 级债券收益的两倍以上。

2. 本益比较市场的平均本益比低 10% 以上。

3. 股利至少是长期 AAA 级债券收益的 2/3。

4. 股价不超过可变现账面资产的 2/3。

5. 股价不超过现值的 2/3。

安全五法如下：

1. 总负债不能超过公司资产（用会计术语来说，即负债比率不能大于 1）。

2. 公司的现值为短期负债的两倍以上。

3. 总负债必须低于资产现值的两倍以下。

4. 过去十年内，年度盈余增长率平均为 7% 以上。

5. 在稳定盈余方面，过去十年内未曾有连续两年的盈余增长率低于 5%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

安全边界



格雷厄姆的投资策略，无时不以安全边界为优先考虑因素。毕竟未来充满了变数，每一家企业多少都会遇到困难。当风雨袭来的时候，价值投资人必须懂得保护自己。

以极低的价格买进某公司的股票，就是保护自己的方法。这样，即使公司面临困难，投资人仍不至于被牵连受害。因为这类公司的资产与获利能力远在股价之上。举例来说，假设投资人是以合理价格的50%买进甲公司的股票，随后甲公司面临困难，公司资产缩水，股价也不致低于当初低价买进的价格。但是如果投资人是以40倍的本益比，或5倍的账面价格买入乙公司的股票，一旦乙公司遭受任何利空打击，投资人都会被长期套牢。

因此，低价买进策略不但可以把未知风险控制在安全边界以内，还可以减少错误判断所造成的损失。就如同海边野餐，在放下食物之前，必须先观察一下涨潮线；如果你将食物放在距离涨潮线仅数寸的沙滩上，这顿饭一定会吃得胆战心惊；如果你将食物放在距涨潮线数十尺的地方，不但吃起饭来轻松愉快，万一风



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

起浪涌，你仍有足够的回避空间。

致富捷径

人类天生喜欢快捷便利，不论是抄小路到便利商店，或是快速填写报税表格，每件事似乎都有更快更便利的处理方法。

价值投资法也不例外。以本益比和净值资产价值两项指标作为选股工具，可节省价值投资人的时间及精力。

本益比

运用本益比搜索潜力股的方法很简单，只要选取低于市场平均本益比一半以下的股票即可。

我们之前曾讨论过本益比和益价比，一家公司的本益比为股价除以每股盈余。例如某公司的股价为 40 元，每股盈余为 2 元，本益比即为 20 倍。接着，找出标准普尔 500 指数股票组合的平均本益比（我们把这个本益比当成整个美国股市的本益比，财经专业报刊都刊载这项数据）。假设标准普尔 500 指数的平均本益比为 14，投资人就应该找本益比低于 7 的股票，作为可能的投资目标。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一家公司的盈余与股价相比较高，本益比就会偏低，甚至低于平均本益比。因此本益比越低的股票，越值得投资。比较同类产业中各家公司的本益比，也可以找出一些值得投资的公司（过去 50 年来，标准普尔 500 指数的最低本益比为 8 倍，最高为 24 倍，该项比率与通货膨胀率关系密切。当通货膨胀率高，利率也随之走高，资金便会涌向债券市场，造成股市失血，股价下跌。1974 年，当通货膨胀率高达 13% 时，股市平均本益比即降至 8%。反过来看，当通货膨胀率偏低，债券收益率走低，资金涌向股市，便会造就出高本益比的股市）。

净资产现值

格雷厄姆最著名的投资法则即为：投资人买入股票的价格，必须低于资产现值减去总负债的 2/3（资产现值指的是现金和约当现金，包括可变现库存）。按照格雷厄姆的原则，公司的固定资产、设备、土地、商誉等因素都已被排除在外。

格雷厄姆认为，如果一家公司的股价仅及净资产现值的2/3，而且能持续创造盈余，投资人便不用再参考其他数据。

我曾经问过格雷厄姆："如果一家公司的股价合乎价值投资法所制定的标准，但是却处于亏损状态，是否应该投资？"格雷



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

厄姆的回答是，这种股票不具投资价值，因为亏损将导致公司的资产缩水，降低安全边界。目前市场上已找不到格雷厄姆所说的市价仅及净资产现值 2/3 的股票，但是我们仍然可以依据这种精神，在市场上寻找比值最低的股票作为选股标的。

格雷厄姆的第二秘方



格雷厄姆价值投资第二秘方的结构比较复杂，包含三项相关的部分：益价比、配息率、负债。

益价比

按照格雷厄姆的说法，一只具投资价值的股票，益价比必须是长期 AAA 级债券收益的两倍以上（可以把益价比视为投资报酬率的另一种说法）。

益价比，就是本益比的倒数。比如甲公司的本益比为 10 倍，益价比即为 10％（益价比与配息率不同，虽然两者都以市价为基础，然而配息率是股东实际分配到的金额。）比如，AAA 级债



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

券的收益率是 8%，则价值投资法的选股标的，其益价比必须大于 16%（即本益比低于 6.25 倍）。如果 AAA 级债券的收益率是 7%，选股标的的益价比就必须大于 14%，即本益比为七倍。

配息率

在格雷厄姆的三项标准中，理想的投资目标其配息率，即股息与股价比，应大于 AAA 级债券收益率的 2/3。比如，AAA 级债券的收益率为 9%，那么价值投资人所选取的股票，其配息率不能低于 6%。

负债

格雷厄姆的最后一项标准，即为资产负债表中的负债不能超过该公司实际价值。他认为负债是财务报表上主要的负面因素，它将衍生利息支出，侵蚀公司资产。因此，如果投资于负债比率高的公司，也就是认为它的收益在未来会超过利息费用，但这样做的风险很大。

一般来说，如果一家公司的年度应付债款低于年度收益的 1/3（以景气不佳的年度为计算基础），即可算是健康的负债比



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

率。这个方法虽然费时费力，却是个可靠的标准。不过公司的营业内容不同，负债比率的标准也不同。比如，租赁公司以借贷为营运资金的主要来源，它的负债比率自然比采油公司或土地开发公司为高；银行业以赚取存款利差为主要获利来源，所以客户的存款即是它的负债；通常商业银行的自有资本率仅有 6%，其他都是负债。公用事业如水、电、电话公司等，会有较多的债务关系，所以负债比率也比一般产业高。

接下来我们将整合各项标准，在下一节中继续谈缩小选股范围的方法。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三节
精挑细选

上市公司的各类报表是投资人了解这家公司、决定投资与否的最佳参考资料。尽管这些报表并非完美，也不可能提供所有信息，但是一般投资人也没有别的途径可以获得更翔实的信息。留心细看各类报表，将可解答投资人的各类问题。

本节将引导读者用实际、理性而且不夹杂个人好恶的方法，逐步分析各个公司。在着手分析之前，请回想价值投资法的第一问：你希望拥有这家公司吗？你当然需要一些事实帮助你做出判断，这些事实包括该公司历史、所属资产类别、营运状况、可能达到的高峰和谷底。搜集这些资料看起来是件繁杂而乏味的工作，然而搜集与分析资料的能力，正是一个人能否成为成功价值



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资人的关键，为此，还有人把价值投资人戏称为私家侦探。价值投资人必须搜集目标公司所有资料，但切忌，千万不要只取其表象资料。

以下将逐项说明阅读公司财务报表时应注意的重点，以及价值投资人必须特别留心之处。财务报表读来多半会令人感到艰苦枯燥，但是只有耐心细看，才能寻获珍宝。

淘金精神



吉姆·肯尼迪（Jim Kennedy）是个年轻的证券分析师，为了了解贵重金属公司的股票，他曾远赴南非矿场探访。

吉姆深入地下 2 英里的坑道，为的是了解矿脉的实情；随后他又赶往加拿大北端，搜集一家新金矿公司的资料。价值投资人虽然不必像吉姆一样南北奔波，上天下地探访产业实况，却必须仔细准备投资公司的公开说明书和财务报表，评估后再决定，才能找到真正的明珠。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

必 读 资 料



下列资料是投资人必读信息：

• **年度报告（Form 10－K）**。即大部分上市公司都必须送交证管会的年度报告和年度财务资料。

• **季度报告（Form 10－Q）**。即为期 3 个月的财务报表，内含各项财务细节和特别注意事项。

• **重大事项申报表（Form 8－K）**。当公司发生重大事件或有重要变革时，必须在 15 天内向证管会申报。

• **年报**。每年送交股东的报告，许多公司都把它当成是和股东直接沟通的最重要文件。

• **季报**。每季邮寄给股东的报告。

• **股东常会及投票通知书**。每年股东大会之前，公司必须邮寄资料给股东，说明经理人支付、内部持股人明细等资料，并请求股东的委托书，以便选任总裁及表决重大事项。

• **资产处理投票通知**。当公司将有重大资产处置事件，如并购或被并购、变卖重大资产等，均需由股东投票通过。公司拟发



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行新股时，资产处理投票通知可视为公开说明书兼S-4登记表。

- **公开说明书**。公开对外公开承销股票时，必须发行公开说明书。通常按照美国的规定，公司需填写S-1登记表。如果公司的机制健全，只需填写S-7登记表。

- **购买股权通知书**。如果市场上有人公开以现金向某公司的股东收购股权，公司必须以购买股权通知书通知每一位股东。

有效资料



也许有人会问，搜集的公司资料真实程度如何？资料本身是否存在着某些问题？

事实上这些资料的可信度相当高，制作这些资料的人几乎不会做假。除非这些会计师、律师、投资银行经理愿意为了管理层或大股东的利益，牺牲自己的名誉和职业生涯。当然，这些资料并不全然正确和完整。有争议的部分仍会出现在报告中。其次，各式报告都有严谨的制作格式：证券法严格规定，任何人直接或间接，买入或卖出该公司股票，在报告中的虚假陈述或隐瞒事



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实，皆属违法行为。所以，并非所有的资料都完美的，而且投资人所需的资料也不一定都写在报告书中，然而上市公司的各种报告，确实是我们买卖股票的重要依据之一。

阅读各项报告时，必须特别注意审查意见，尤其是财务报表的审查意见。如果财务报表的审查意见附有一定条件，更要格外当心。投资人不妨详读财务报表的审查意见，包括注解在内，并将它视为公司的秘密。这是个潜在的利多或利空的珍宝箱。

审查公司的报告书或财务报表时，还必须注意一些未被揭露的事实。比如，某家公司的财务状况良好，可能是因为它没有花钱更新设备；数年之后，当老旧设备的低生产力逐渐显示，可能会招致巨大损失。股东会投票通知书中也经常暗藏玄机，投资人必须注意通知书里所记载的经理人的报酬、内部人借款或关系户交易等情况。10－K表以及财务报表的注释中，会详细列明各项违法事情，供投资人参考。

其他线索



营运计划书内的许多资料，如盈余预估、现金配置、公司参



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与并购计划的详情等，都可以供投资人作为选股参考。

价值投资人可以运用公司报告书，找出机制不健全的公司。像是该公司可能出现财务困难，整个公司已经在债权人手中；或是公司现金很多，但是对未来毫无规划；或是经理人将公司视为敛财的工具，置股东权益于不顾。

留心缺点

尽管公司的报告书和财务报表并非完美，也不能提供所有信息，但是一般投资人也没有别的途径可以获得更翔实的信息。虽玉中有瑕，但瑕不掩瑜，公司的报告书和报表，的确能提供珍贵资料，并解答价值投资人大部分的问题。

获取资料的渠道

若想得到这些资料，投资人只须写信或打电话给各公司的资料发行人即可，各上市公司大都乐于提供这些信息。

在美国，证管会也以微缩胶片的方式储存这些资料，投资人可到华盛顿总部或各区办公室的参考室中查询。或者投资人可以通过互联网，直接在家中或办公室下载这些资料，网址为



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

http：//www. sec. gov/edaux/wedgar. htm。

小心陷阱

换个角度来看，公司年报其实是公司的自我推销手册，投资人必须分清楚哪些是确实的数据，哪些属于宣传的东西。

许多投资人都把报刊杂志的报道视为圣经，偏爱别人的评论和解说，其实这是极危险的心态。因为媒体向来喜欢将事实和个人评论融为一炉，投资人必须明辨其中的差异。此外，报刊杂志上所谓的专家不一定有绝对的可信度，《纽约时报》就曾暗示读者，所谓的专家未必精通此道，许多知名的评论人常常言之无物，甚至误导读者。在阅读华尔街的研究报告时，也必须小心谨慎，因为所有的研究员，都倾向夸大公司好的远景。此外，华尔街的研究报告，都以6～12个月为一期间预测股价走势，对价值投资人来说，这个期间显得太短。

价值投资人的阅读范围越广越好，但是不能全盘接受。有些书籍或期刊上的文章自成一格，讨论投资和人性的关系，值得一读；另外像《价值线》（Value Line）以及类似的刊物，也都有参考价值。不过，价值投资人必须培养独立思考的能力，才能找出成功投资的关键所在。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

深入了解公司的基本信息后，再依据自己的评价标准，决定操作策略。没有人比你更了解自己的推理方法和选股偏好，这两项因素，正是决定买卖股票的最主要依据。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四节
研究财务报表

损益表、现金流量表、资产负债表，是了解一家公司财务状况不可缺少的三表。此外，投资报酬率也可作为选择投资目标的参考；若是以上资料仍嫌不足，亲自访问上市公司也不失为一个好方法，但要特别留意客观评选的问题。

在买下某家公司的股票前，投资人会深究它的财务状况；价值投资人以“买公司，而非买股票”的态度从事投资，当然会事先了解公司的财务状况。财务报表是了解公司的财务状况的依据，因此，投资人必须具备相当的会计知识，以便分析财务报表。

不过，一般投资人既没有时间，也没有兴趣重新学习会计课程。所幸，会计程度的好坏并不妨碍投资股市。虽然财务分析是



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一门复杂的学问，但应用在股市上，则只需初中的算术程度就够。只要投资人掌握重点，了解哪些数据是重要的，何处可以找到这些数据，以及数据所象征的意义即可。本节的主要内容就是要解答这些问题。

三　　表



判断一家公司是否具有价值，投资人需要先进行几项简单的财务分析。会计学上最基础的三表，即资产负债表、损益表以及现金流量表，是价值投资人必读的分析资料。

资产负债表

资产负债表又名财务状况说明表，内容涵盖公司资产、负债，以及股东权益的细目和数量。资产负债表中最重要的分析项目，分别为资产价值、负债金额、债务内容(包括清偿日期、利率以及负债比率)。

在检验过上述项目后，投资人应深入了解数字背后隐藏的事实。或许这家公司的设备陈旧，存货已失去市场价值；或许公司



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的生产成本与实值不符。换言之，通过数字了解事实，是核计公司实际价值的有效方法。编制财务报表必须遵守所谓的“通用会计准则”(GAAP)，但是其间仍有相当的回旋空间。因此投资人在研究财务报表时，必须具备实事求是的态度。

以存货记录为例，甲公司可能采用后进先出法（last-in, first-out)，乙公司则采用先进先出法（first-in, first-out)。像这样不同的存货会计处理方式，对财务报表会产生戏剧性的影响，尤其在股价大幅上涨的年度。这些都是投资人计算公司实际价值时必须考虑的因素。

资产负债表的左栏,详细记载了公司的所有资产,如现金、应收账款、存货、土地、厂房、设备等。资产负债表的右栏,则列记公司的总负债,如应付账款、应付税款、长期负债以及股东权益。表中总资产,等于负债加上股东权益,包含保留盈余在内。保留盈余也就是公司的税后盈余,未曾分派给股东的部分。

价值投资人可以在资产负债表中,找出与企业稳定程度和发展有关的重要线索。比如,假如某家公司的负债金额是股东权益的3倍,那么这家公司的经营风险就很高。此外,我们还可以运用负债比率评估公司的风险性。如果负债比率越大,表示这家公司的财务杠杆过高,风险较大。不过,公用事业公司不受这些标准的束缚;因为即使拥有庞大的负债,这些水、电、煤气公司通常仍能稳定获利。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

商誉是一项无形资产，包括有口碑的品牌和公司名称或良好的客户关系。当公司正常运转时，商誉可以加强营运能力，创造盈余；不过一旦公司变卖资产，商誉就变得一文不值。

此外，在审查折旧科目时，投资人必须留意该公司所使用的原始成本，或重估成本。公司的固定资产如厂房、设备，都必须按使用年限提列折旧。折旧将降低资产的账面价值，扣抵营利，减少税前纯益金额，却不会减少现金科目。固定资产的取得成本或原始成本，与现值存在着一定差距，一般资产的现值高于原始成本，但是厂房与设备的现值则绝对低于原始成本。

损益表

资产负债表显示的是公司在某段时间内的概况，损益表则代表公司在某段期间营业活动的结果。对投资人来说，损益表可说是了解投资报酬率的核心工具。

损益表的科目包括营业收入、成本费用以及一段时间内的收益。员工工资、原料、水电费用等都属于变动成本，而这些变动成本的比例是与同业比较的最有效指标。比如，某家公司的税额低于同业很多，这家公司将来可能面临补税的窘境，侵蚀投资报酬率。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们可以根据损益表中的盈余金额，计算股价的本益比。不过投资人必须注意报表是否出现美化账面的情况。比如，公司管理层可能以变卖资产的方式创造业外盈余，把原本亏损的账目转为盈余，或把小赚美化为大赚。然而，业外收益绝不能视为公司的正常营利能力。投资人在评估时，应把业外收益从营利金额中扣除。投资人也不必着迷于公司单一年度的盈余。聪明的投资人最好拉长比较基期，至少以5年的平均盈余为参考数据，才能显示这家公司在整个经济循环中的获利能力。另一方面，较长的基期才能显示公司的一些特别支出和债务的完整资料。隐藏资产，或被低估资产，是价值投资人的最爱。有些资产并未显示在财务报表上，但有时这些资产的实际价值，竟比股票市价还高。此外，财务报表上的不动产价格常被低估，这是因为土地是以成本价列示，厂房又必须折旧的缘故。然而，一旦土地价格上涨，本地市价将超过账面价值很多。

现金流量表

现金流量表显示的是，在一定的会计期间内，现金流动的情况。营运、投资以及财务运作，则是影响现金流量的三个最主要因素。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

研究现金流量表应该注意下列几个重点:能够支付利息和债款的现金数量有多少?可动用的厂房设备更新资金有多少?如果股东撤资,所余资金有多少?公司营运所创造的现金盈余有多少?

现金流量表是最能够衡量公司增长潜力的工具。漂亮的现金流量表,是公司良好的营运象征。一家公司的获利能力,显示于既定期间营运所滋生的净现金流入量。一家亏损的公司,通过折旧等会计方法,还是能够做出损益表上的账面盈余,但是在现金流量表上,亏损情况将无法掩盖。

就会计角度来说,短期亏损是可以忍受的,但长期的现金流失则必须小心。通常,营运资本要能够涵盖 3 年的现金净流出,因此将资产负债表、损益表与现金流量表一并研究,当可了解公司营运的全貌。

计算净收入时必须先扣除业外收益、非连续性营业收入,再加计非连续性科目,如递延税款、折旧等。财务会计标准委员会(The Financial Accounting Standards Board)将现金流量分成营运、投资、财务运作三大类,就是相当有用的分析基础。

计算公司的每股现金流量也有助于评估投资。股价与现金流量比的计算方式非常简单,只需将股价除以每股现金流量即可。这项比值并非决定股票价值的惟一因素,却是相当重要的参考数据。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资产报酬率



资产报酬率是将公司的税后盈余（扣除分配股息）除以期初的资产（扣除商誉价值）而得出的。如果公司有巨额的递延税款或是零利率政府贷款，都可加在资产项目中。

一般来说,高负债公司的资产报酬率较高,风险也较大。因此,将资产负债表与资产报酬率合并研究,投资人可以得到比较客观的结论。

价值投资人应该寻找价格合理的高资产报酬率股票；有经验的价值投资人，更是宁愿付出比账面价值（股东权益）高的价格，购买经常维持高资产报酬率的股票。不过基于风险考虑，初入市场的投资人仍应按照我们前面所确定的标准选股。

访问上市公司



有些价值投资人经常亲自前往上市公司访问、参观，以进一



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

步了解这些“准投资标的”。这种做法的优点在于能深入了解上市公司，缺点则在于容易失去客观立场。

上市公司的财务报表通常已充分揭露投资人所需的信息，至于管理层的能力，也可从有关的报告书或企划方案中了解。

下列几个问题，可以让投资人进一步了解这些“准投资公司”：过去数年来，公司所研发的新产品有几种？新产品占去年营业额的百分比是多少？公司是否采取多角化经营方式？公司的专利及技术是否受到适当保护？管理层的个性是否吝啬？他们如何控制成本？他们的津贴及奖金是多少？管理层拥有多少公司股票？公司的获利增长情形如何？营业额增加的情形如何？

我个人偏好在家进行客观研究，但是每个人的想法不同。如果你认为访问上市公司有助于投资判断，不妨亲自前往。不过，你须小心重复计分的陷阱；当你阅读公司的资料和财务报表时，已经给了一次A，到实地参观公司时，又给了一次A，即可能因重复给分而失去客观。

结　论



美国境内的财务报表已是处处玄机，研究外国公司的财务表



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

更是困难重重,因为各个国家的会计准则不尽相同,我们将在下一章说明详细的评估方法。

我们已详细介绍阅读财务三表的方法，在第五节将解说价值投资法最重要的问题：何时卖出持股。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第五节
掌握卖股时机

在价值投资法中，一旦投资人选定股票并持有一段时间之后，除了获利了结，几乎没有别的卖股理由。不过，还是有4个特别的卖股时机是价值投资人要特别注意的。此外，在买进股票之前，价值投资人务必要先预设卖价，以免丧失心理底线。

投资人卖出手中持股，往往是基于个人财务调整，比如投资新的事业、买房子或应付突发急需。不过，这些原因都不属我们的讨论范围。

本节只讨论运用价值投资法挑选的卖股时机。我将列举4大理由，说明寻找最佳卖点的方法；此外，本节也将探讨空头和多头市场的应对策略，以及价格波动的特性。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

卖股的四大理由



价值投资人的卖股时机有：

1. 决策错误。

2. 发现更好的投资标的（这种情况较少发生）。

3. 手中持股已不符合价值投资的标准。

4. 标的公司将并购其他公司或被并购。

人非圣贤

即便是最精明的投资人，也有失手的时候。基本分析难免会出错，导致手中股票出现离谱的走势。若想妥善处理这种情形，投资人必须对自己诚实，而且要控制自己的情绪。有时候，投资人对手中持股会产生微妙的情感；还有些时候，投资人将自己的错误判断当成很丢脸的事情，心想如果手中的烂股票能在脱手时赚一点，也许还能挽回一些面子。这种心态很普遍，但却很危险，通常只会遭受更大的损失。碰上这种情况，投资人不如当机



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

立断，检讨失败的原因，好让自己在投资的漫漫长路上，获得最后的胜利。

当机立断，保留现金，等待下一次投资机会才是上上之策。根据我们的统计，价值投资人虽有失误，如果处理得当，长期操作后仍能获利。

转移目标

价值投资人卖股的第二个理由，是以为自己发现更好的投资目标。在实际上，这种情况很少见，但是如果投资人遇到这种情况，只要确定新目标确能获得更高利润，当然可以换股操作。

某位投资人，手上已经持有经过价值投资法挑选的股票，并且也耐心地等待获利机会；经过一段时间，这位投资人发现另一个投资标的获利能力比手中持股还强，于是投资人认为，换股操作应该是较聪明的做法。然而在这个时候，换股动作必须特别谨慎，以免两头落空：卖掉的股票往上涨，买进的股票却直线下滑。

在此建议投资人，最好遵守价值投资法的操作规则；一旦选定股票并且持有一段时间后，除获利了结外，几乎没有其他卖股的理由。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

空头市场

读者或许想问:“一般投资人应如何应对空头市场?”股票市场本就是多空循环,我们将在第四章详细讨论这个部分。当所有的投资机构、顾问公司都看坏后市,呼吁投资人卖出持股或暂缓买进时,价值投资人还是应该放心地继续持股。因为运用价值投资法挑选的股票,在空头市场不致出现大幅度回调。与其担心卖股时机,倒不如耐心等待多头市场的到来,届时再获利出场。有些人怀疑,明知空头市场即将来临,何不先卖出持股,等市场探底时再低价回补?问题在于,投资人如何知道何处是市场的底部?根据经验,绝少的投资人在卖出持股之后,还能以低价回补,大多数人都在卖价之上再度抢进。1987 年的纽约大崩盘,吓出许多投资人手中的股票,但是只短短几个月,道琼斯指数已超越崩盘前的高点。

事实上,空头市场很难预测。著名的经济学家保罗·萨缪尔森(Paul Samuelson)说过:“最近的 5 次大幅度回调,市场里准确地预测了 9 次。”福特总统时代的财政部长威廉·西蒙(William Simon)曾讽刺那些自称能预测未来的人:“经济常在预测值上显示小数点,以展现幽默感。”如果你因为空头市场来临而出清持股,最后市场却走向多头,那可真是得不偿失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

奔回本垒

第三个卖股的理由，应该是价值投资法运用成功的例证。当原先价值投资人手中的持股在基本面有优良的表现，成为投资人追逐的焦点，其价格也因而上扬时，正是投资人获利了结的好时机。因为这支股票已不再是合格的低价潜力股，而是众所瞩目的高价获利股。

大饼不见得好吃

有时候企业因为各种合理原因，如企业合并能够产生更高效率，而与其他公司合并或并购其他公司。如果情况确实如此，两家公司的原股东都将获利。就像最近几年许多银行合并的案例，最后都让双方股东得利。不过，大部分的并购案却没有如此幸运，反倒使股东权益受损。在一半以上的并购案里，双方原股东都在短时间内将持股卖出；尤其是存续公司的股价，在数年之后的表现都逊于同业。得克萨斯 A&M 大学（Texas A&M University）的拉赫尔·科克拉（Rahul Kochlar）以及帕斯本·戴维（Parthiban David）的一项研究发现："一般来说，并购案中存续



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司的长期获利都将降低，股价也会下跌。……买方所付出的权利金越高，对存续公司的原股东越不利。”

如果这样做对原股东没有好处，为什么还会有这么多并购案？根据哥伦比亚大学（Columbia University）马修·海沃德（Matthew Hayward）以及唐纳德·哈姆布里克（Donald Hambrick）的研究发现：“并购案使经理人的声誉上扬。”这份研究指出：“并购案的重头戏不在于复杂的资产计算，而在于经理人的身价会因而上扬。”如果投资人目前投资的公司，有意举债或以现金并购另一家公司，应该如何应对？答案非常清楚。新的组合已不再是你原先购买股票的公司，因此不可能具有同样的价格，你必须重新估算新公司的价值，如果不符合价值投资法的标准，我建议你大可将持股脱手。

降低风险

以上列举的四项卖股理由中，有三项是在投资未达预定目标时就必须卖出持股。从另一方面来看，如果投资人手中的持股仍具备下列两项条件时，可以继续持有：企业实际价值稳定增长，股价未被高估。

这两项条件隐含一个极重要的观念：如果明天起股市休市，



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

两年之后重新开张，价值投资人不必担心手中的股票在这段期间内没有报价。活跃的股票市场可以发挥多项功能，却不是绝对必要。如果市场的方便反而造成不当的结果，倒不如停止交易。

有价值的股票，终究会依据景气或公司的经营状况决定价格。在短时间内，市场或许会忽略某家公司的优异表现，但是总有一天，投资人会知道它的优点，进而争相购买。这段时间和价格的落差，正是价值投资人获利的契机。

雷诺航运公司



一家本质优良的公司，即使股价暂时回跌，最后仍然能替价值投资人获取利益。雷诺（Royal Nedoolyd）航运公司的股价曾低至每股账面价值的25%，本益比只有六倍，股价只达现金流量的两倍，且年平均配息率达8%。这显然是价值投资人很好的投资对象。

1985年，我的公司以每股35美元的价格买进雷诺公司股票，随后该股的股价稳定增长至90美元；1987年纽约股市崩盘后不久，媒体报道雷诺公司该年度盈余将出现赤字，配息也将缩减，于是雷诺



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的股价在短期间内跌落了30%。我的客户问我:"为什么不在90美元时卖出雷诺公司的股票?"答案非常简单:因为雷诺公司的股票,不只值90美元。我们的研究认为,雷诺公司的合理股价应在125～130美元之间,所以当股价跌至60美元的时候,其实应该是价值投资人再一次进货的时机。崩盘风暴过后不久,国际运费开始走高,我们最后是以125美元的高价获利了结。

预 设 卖 价



上述买卖雷诺股票的例子，正好说明了价值投资人的一个重要操作策略：在买进股票之前，务必要先预设卖价。不过，在某些情况下卖价仍有修正的必要。

提高卖价

在资产报酬率以及资产市值不变的前提下，如果一家公司将盈余资金再投资于本业，价值投资人就必须提高预设卖价。公司的盈余可以用来配息，或投资于其他行业，然而，将盈余转投资



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于本业最有意义。即使盈余转投资后其报酬率不高，公司的实际价值仍会因而增加，所以这时投资人必须适时调高股票卖价。

我们再以雷诺航运公司为例：该公司5年的平均净值报酬率都只有5%，且每年将这项盈余转投资于本业。因为雷诺公司的股价只有账面价值的25%，所以5%报酬率对股市的买方来说，却高达20%。

实际计算后，5%的报酬率表示每100美元可赚5美元。然而价值投资人是以账面价值的1/4，即25美元买入股票，因此5%的投资报酬率换算后变得相当高，即5%除以25%，结果是20%。

从另外一个角度观察，盈余再投资的报酬率虽低，但再投资的金额却能增加公司的实际价值。

维持卖价

如果公司将盈余全部分配，而且其他条件都不变，投资人就没有必要更动预设卖价。

降低卖价

如果一家公司的实际价值降低，比如公司的获利能力下降或



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司的资产缩水时，投资人就得调低预设卖价。如果公司的产品属于垄断市场形态，一旦新竞争者进入，获利能力将下滑；如果公司的资产价格因为市场因素而下跌，将导致公司资产缩水，这两种情形都是投资人必须调低预设卖价的时机。比如，乙科技公司新上市的电脑产品，造成甲公司产品的销售瓶颈，甲公司只好将产品（包含库存品）降价求售，盈余因而降低，公司的实际价值也缩水了。

物超所值

如果市场十分活跃，手中持股的市价已超过合理范围，投资人该如何处理？这是一个值得探讨的问题。非理性的股票市场经常会发生这种情况。然而价值投资人却不该受群众的情绪影响，只要股价达到预设卖价时，就应该立刻说："谢谢！再见！"然后再寻找其他被低估的股票。将股票以高于合理范围的价格卖出，是投机，不是投资，而且也违反了价值投资法的操作原则。因为当股价超过合理价位时，安全性急剧降低，风险相对增高。

价值投资人永远不会责备自己太早卖出股票。市场里流行一句名言："做多也能赚，做空也能赚，遇到盘整就只好成为待宰羔羊。"但是价值投资人却不管多头、空头、盘整，只要买进股



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票就抱着不放，除非股票已超过合理价格。

波动的市场



价值投资人平时很少注意股价的波动，对他们来说，可容忍的股价波动幅度很大，只有当股价低于实际价值的2/3，或股价达到预设卖价时，价值投资人才会出售持股，也惟有在这时价值投资人才会留意短线的波动。

不确定因素

世事难料，投资行为必然隐藏风险；然而，投资人却可以凭借拉长投资时间的方法，降低风险。即使是最聪明的投资人也有失手的时候；一般投资人就算与管理层关系良好，也不可能获得标的公司的全部资料。再者，分析和推论可能不够深入，对管理层的判断也可能产生错误。此外，还有一个最具体的理由：未来是不可预测的。比如，有些公司的经理人在该公司股票偏低的时候，粉饰财务报表，夸大公司价值，借此影响并购价格，造成价



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值投资人的错误判断。这些不确定的因素都难以控制。投资人只有在风险和利润的天平上掌握分寸，才能获取最大利益。

风险与价格波动



许多华尔街投资人都深知，股价的波动即风险，这也就是我先前曾提过的β值观念。然而，价值投资人却不认为股价的波动是测量风险的指标。

从1987年8月10日开始，华尔街股市由最高的2722.42点崩跌了36.1%。这段期间，美国企业的市场价值全部大幅缩水，然而，企业的市场价值与实际价值间存在着若干差异。一般认为，企业的股价应该能反映它的实际价值，其实不然。市场价格不过是反映了投资人愿意在某日买进某企业股票的价格。

1987年,当华尔街股市走向空头时,美国的经济情况并没有改变。即使在10月19日当天,道琼斯指数下跌21%,投资人争相卖出持股时,景气环境也没有明显变动。事实上,企业盈余是由商业活动而产生,与市场上的股价波动没有多大的关联。我们举一个极端的例子说明股价波动的原因:甲公司有100股在外流通,



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司的实际价值是每股10元,每股税后盈余则是10%。假设张三想买进1只甲公司的股票,但是市场上没有卖盘,张三把价格提高到50元,才有人愿意卖给他1只甲公司的股票。这笔交易完成后,甲公司的股价为50元。第二天,李四突然发现他必须缴税,而惟一获得现金的方式是变卖甲公司的股票,李四在市场上把售价降低到每股5元,才终于成交。因此,当天甲公司的股票崩跌90%,由50元滑落至5元;然而,甲公司的资产和盈利能力丝毫没有减少,股东权益也没有缩水。不论甲公司的股票在某天,或一整年的平均值价位如何,对公司的实际价值都没有影响。

近年来股市发展速度越来越快，机构投资人的比重也日益升高，这两项因素使得股价的波动幅度日益增大。然而，股价的波动对价值投资人的操作方式影响很小，就长期投资的观点来看，股价波动与风险也并非绝对相关。

对价值投资人来说，公司实际价值的变动才是风险所在。因此，价值投资人必须把精力集中于公司的营运状况，而不是看板上跳动的股价。如果一家公司的实际价值并没有变动，甚至呈现增长的情况，但股价却下滑，这时投资人应该如何应对？答案是，价值投资人应加量买进。就长期观点来说，在合理的股价范围内分批买进股票，可以创造最大的利益。如果价值投资人在股价下跌时反手杀出，最后将后悔莫及。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结　　论



本节详细说明了结手中持股的基本原则，也陈述了必须中途卖出持股的状况和方法。在了解价值投资法的操作策略后，价值投资人便可以迈步前行。首先，我将带领各位前往价值投资法最富饶的土地——海外市场。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

原书空白页

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三章

股票地球村

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

原书空白页

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一节 海外之旅

一个不设法跨出国界的投资人，就等于白白放弃许多投资良机；这代表他无法购买全球十大保险公司中的七家，全球十大化学公司中的八家，全球十大电子公司中的八家，全球十大汽车公司中的八家，全球十大机械公司中的七家，全球十大公用事业中的九家，以及全球十大银行。

对美国人来说，将投资触角伸向美国以外的地区，确实不是件容易的事。从孩提时代开始，我们一再地被教导：美国是世界一等强国，爱美国，买美国货。从某些方面看来，这些宣传确实发挥了作用，至少，美国投资人很少涉足海外市场。

这些经过媒体宣传的观念大多由美国企业所鼓吹，而且在动



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

荡不安的世界局势中发展。但是事实上，这些观念并不正确。比如有家摄影公司打出“爱用美国货”的口号，宣称他们不再购买某家日本公司的胶卷。这项举动引起媒体的重视，并深获一般美国人的赞许。然而，深入探讨后我们发现，这家日本公司在美国境内的生产规模非常庞大，雇用了数千名的美国劳工；另一方面，许多美国企业在日本境内也拥有极大的市场，每年带给众多日本经销商固定收入。

爱美国、支持美国是个令人欢欣鼓舞的口号，美国也确实是世界第一强国。但是必须了解一点：由于各国科技与产业的紧密交流，全球已经成为一个经济体系。一般人可以接受国际化的运输、通讯、银行网络，却还不能接受国际化投资观念，但若是我们再不从全球化的角度看待投资，那可就白白丧失良机了。

投资无国界



美国人不轻言向外国投资，很容易理解。喜欢在自己熟悉的领域活动本是人类的天性。再加上世界各地持续出现动荡不安的局面，一个谨慎的投资人，不愿意将自己的梦想建筑于既不熟悉



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

又动荡的土地上。然而，事实与一般人的想法迥然不同。如果我们能够取得通过专业人士评估的投资策略，并确实执行这些投资方法，国外市场将会是长线投资的天堂，不但更安全，而且获利幅度更大。

基于下列三大理由，美国投资人应该把部分资金投资于海外市场：海外市场里有着为数众多的企业；海外市场的投资获利率比国内市场高；海外市场可以有效达到投资多角化，收到规避投资风险的效果。我将逐一分析这三大理由。

投资机会

以全世界的股票总市值来算，有 2/3 在美国境外运作，但却只有 10％的美国人投资于海外股市。许多人因为不熟悉外国市场和外国公司，只好留在自家后院打棒球。毕竟美国股市充斥着蓝筹股、飙涨股以及信誉良好，历史悠久的公司。但是，将自己局限在仅占全世界 1/3 投资机会的市场里，未免是画地为牢。

报酬率

自 1980 年起，快速增长的移民人口以及偏低的通货膨胀率，



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

造就了华尔街股市一波又一波的高潮。然而就长期表现来说，海外股市的报酬率甚至高于华尔街。在摩根史坦利国际资产管理公司所编辑的欧澳远东指数（EAFE Index）中，自 1970 年初到 1996 年底，华尔街股市的表现在 21 个国家中排名第 14；1996 年底，欧澳远东指数为 1173，华尔街指数为 701（基期：1970/01/01=100）。

多角化投资

将所有的投资金额集中在同一个国家，就如同把所有的鸡蛋都放在同一个篮子里一样危险。理性的投资人应该分散投资标的，跨国投资即是分散投资策略的一部分。对许多美国人来说，外国股票就像是风险的同义词。一提到海外投资市场，投资人往往想到政治独裁、不断下滑的币值和贫穷的第三世界。统计数字也显示，国外股票的波动幅度比华尔街高出许多。但是，风险是可以克服的，只要将投资金额分散于不同的国家，并挑选股价远低于实际价值的股票进行长期投资，投资人仍然可以兼顾风险与获利。在不同国家选取潜力股进行投资，可以同时降低国内股市下跌，或任一国外股市下跌的风险。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

风 险 评 估



国际化投资不但可以选取全球市场中最具潜力的股票，并获得巨额利润，更可以凭借投资于经济发展程度不同的市场，达到降低风险的效果。接下来将介绍国际化投资的报酬率概算，以及一些投资专家用来评估风险的方法。作为一个价值投资人，我倾向用后者评估。

国际市场价格波动

在证券市场中，短期的波动趋势不是大起就是大落，因此对于在市场中进出频繁的投资人来说，股票的波动几乎等于风险。但是由于价值投资人不需要在某个特定的时间内买进或卖出股票，因此股价的波动对他们不会造成太大的影响。一家企业的实际价值以及买进股票的价格，才是价值投资人关心的焦点。

然而，基于下列三项理由，我们仍有必要在此阐述股价波动的几个特点：



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

• 许多投资人非常在意投资组合中股价的剧烈起伏。

• 学院派人士认为，股价波动是惟一能被计量的风险评估法，而且一直被广泛应用。

• 经验研究指出，以β值作为衡量标准时，美国股市与他国股市间并没有相关性，这表示，当投资组合包含国内和海外股票时，就能达到多角化投资的目的。我们始终认为国际化投资是稳当的投资策略，而各国股市的波动缺乏相关性，更是证明这种策略确能达到多角化投资、降低风险的目的。

现代的投资组合理论大多强调计量法，并且倾向于将股价波动性与风险画上等号。这些理论认为，各个股票之间的波动数值比，正是建构投资组合的最佳参考数据。计量法偏重于技术分析以及各股间的数值比较，较不重视个别股的基本面分析。

在最先进的投资组合理论中，不便把风险与报酬间的关系加以量化，并且运用资产配置法，将资金按照比例分配于股票与债券。这个理论强调，多角化投资是降低风险的最好方法。

β值与波动性

β值是各股价格波动幅度与整体市场波动幅度之相关程度的



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

衡量标准。β值1.00，表示个别股的波动幅度与大盘的波动幅度一致（标准普尔500指数的β值为1.00）。高β值的股票，其股价起伏的幅度超过大盘；低β值的股票，其股价起伏的幅度低于大盘。比如β值为1.2的股票，其涨跌幅度即为标准普尔500指数的120%。

根据学院派人士的看法，股票的β值越高表示其风险越高，投资报酬率也越高；同样，股票的β值低，其风险和报酬率也随之走低。因此学院派人士经常在投资组合中加入低β值的债券，以降低其他高β值股票可能带来的风险。

标准差

标准差是衡量个别股或某投资组合，相对于大盘的投资报酬率比值；标准差越大，个别股或投资组合的波动幅度也越大。从另一个角度来看，标准差高的股票，其投资报酬率也越高。国库券的标准差偏低，因此虽获利稳定但也偏低。理性的投资人不应该对短线标准差高的股票心存偏见，毕竟它们所带来的利润，将超过国库券的获利。如果你对股价波动心怀恐惧，或目前所运用的资金有变现的需求，那么你极可能在股价大幅下挫时，以最低价卖出持股。投资人必须了解自己对股价波动的忍受程度，并据



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

此建立投资组合，以免在剧烈波动的市场中被淘汰出局。就像1987年的华尔街股市崩跌，对某些投资人来说可能是一场大灾难，但在别的投资人眼中，这简直是一次绝佳的获利机会。有些投资人在这场股灾中损失惨重，宣称从此不再涉足股市；但其他一些投资人，却在这时大捡便宜货。最后证明，捡便宜货的投资人赢得最后胜利。回顾9年来的华尔街股市走势，自1987年10月19日的最低点，到1996年10月19日，道琼斯指数上扬了269%。

相关性

最理想的投资组合，应该是低β值，同时也能创造高利润。如果你能将外国证券纳入投资组合中，则标准差会降低，而获利率至少会持平或更高。

由于美国股市与其他国家股市之间的涨跌相关性不高，因此若投资人将他国股票纳入投资组合，既可收降低风险，同时又保有获利潜力。换言之，各国股市此消彼长的状况，有助于投资组合的稳定程度。

比如1989年，标准普尔500指数的获利只有5%，同年日本股市却上涨了43%；当1982年标准普尔500指数滑落至5%，



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

瑞士股市上扬了43%。实践经验证明，外国股市并不与美国股市同步涨跌。当我们把各国股市涨跌的互动关系量化为相关系数后，我们会发现，有些国家的股市涨跌完全没有相关性，有些则呈正相关或负相关。比如，假设瑞士和德国股市的涨跌呈现正相关，如果投资人同时在瑞士与德国股市投资，那么不论是瑞士或是德国的股市下跌，另一个国家的股市都会呈现同样的下跌局面，结果使得投资人在两边都损失惨重，这显然不符合多角化投资的策略。

从统计数字中可以归纳出，瑞士股市的涨跌与墨西哥股市的涨跌之间没有相关性，因此，投资于这两个国家的股市，就符合多角化投资原则。

相关系数用+1.0～－1.0的数字，呈现两个股市涨跌的互动性。若是两国的相关系数为+1.0,表示当甲国股市上涨1%时，乙国股市也会上涨1%；当相关系数－1.0时，表示若甲国股市上涨1%，乙国股市将会下跌1%。方向虽然不同，涨跌幅度却相同。至于当相关系数为零时，表示两国股市完全不相关。

参考相关系数值，可以帮助投资人执行多角化投资策略，达到降低风险的目的。如果投资人有一半资金在美国股市，其他资金却投资于与华尔街正相关的股市，这样做将无法降低风险。惟有将资金投资于与华尔街低度相关的股市，才能达到多角化投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

降低风险的效果。摩根史坦利国际资产管理公司的欧澳远东指数（EAFE）与美国股市的相关系数为 0.49，这个数据更是显示了如果投资人将投资范围扩及海外市场，绝对可以收到多角化投资的效果。

低相关的原因

各国股市涨跌呈现低相关的原因很多。最常见的原因是，各国的经济循环波动各不相同。例如，当某国正步入经济衰退时，另一国可能正处于经济增长高峰。此外，政治因素、财政政策、群众心理等，都会影响各国的经济和股市。

由于国际交流日益增多，全球经贸往来趋于频繁，因此有很多的投资人认为，各国股市的相关性也会日益升高。这种说法看似真实，其实不然。

如果以 5 年为一期，观察自 1971 年以来，摩根史坦利国际资产管理公司欧澳远东指数（EAFE）以及标准普尔 500 指数的变动，我们可以从表 8-1 发现，美国股市与海外股市的相关性，并没有增加的趋势。

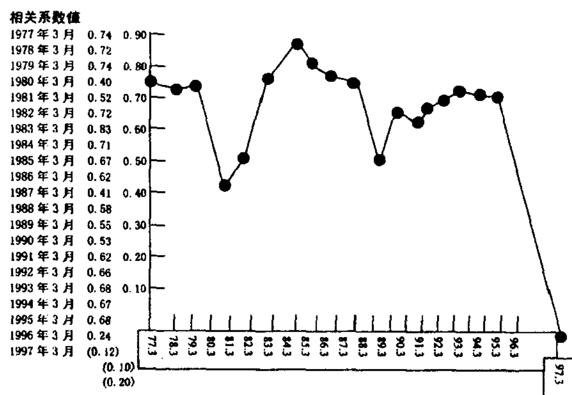
虽然国际间频繁的往来，促使科技一体化等正面效果，却未改变国际化投资的基本因素；多角化投资策略，仍是避免单一市



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场股价波动过于激烈的最好办法。

表 8-1



一箭双雕



表 8-2 说明了国际化投资，一方面可减少风险，另一方面还可增加报酬率。表中显示，到 1996 年 12 月 31 日为止，25 年来标准普尔 500 指数以及欧澳远东指数（EAFE）组成的投资组合，其波动和报酬率的综合关系。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 8-2　　风险/报酬系数曲线图

(期间 25 年，至 1996 年 12 月 31 日)

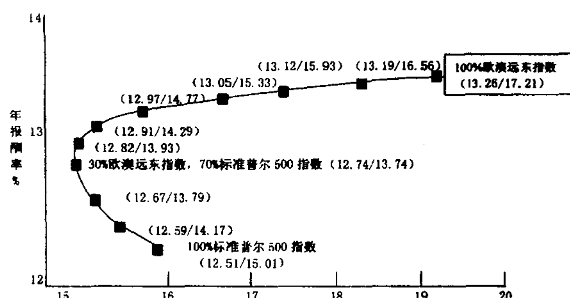


表 8-2 的底部表示所有的资金都投资于美国股市(100%标准普尔 500 指数)，越往上，美国股市的投资比重越少，外国股市的投资比重越高，直至全部资金都投资于国外股市(100%摩根史坦利欧澳远东指数)。Y 轴则代表不同投资组合的年平均报酬率。

这条曲线，展现几点有趣的现象：

• 完全以美国股市为投资目标的组合，其年平均报酬率最低。这正是目前大部分美国人投资的窘境。

• 年平均变动率最低（最低的标准差）的投资组合等于 70%的美国股票加上 30%的国外股票。这项比率应是讨厌股价剧烈波动投资人的最佳选择。

• 投资组合中包含 45%的美国股票，以及 55%的国外股票，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其波动幅度与100%美国股票相等；但是前者年平均获利率则比100%美国股票还要多出1.5%。这项高出的报酬，可以说是在风险未提高的条件下，唾手可得的“免费午餐”。

• 年平均报酬率最高的投资，是100%投资于外国市场的组合。对于不计较波动性而喜欢追求高报酬率的投资人，海外市场应是最好的选择。

美国、国外股票45%～55%之间的投资策略，显然是兼顾风险与报酬的最佳组合，不过一般的美国投资人离这项比例还有很大的距离。目前美国的年金基金持有国外股票的比例还略低于10%，虽然经理人已掌握了正确的方向，但脚步仍嫌太慢。读者应该记住下列的事实：全球2/3的股票总值在美国境外，千万别错失了海外市场提供的大好良机。

我们认为，机构投资人将25%～30%的资金投资于国外股票，应是较恰当的比例。如果未来10年各国的经贸关系更加紧密，还可以考虑将国外股市投资增至40%。

外国股市报酬率高



过去25年来，外国股市的年平均报酬率都高于美国股市，



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这种现象并非偶然。下列几项因素，应该是外国股票在过去领先美国股票的主要原因，预料未来，国外股市仍会继续领先美国股票。

经济增长率

高经济增长率，显然是国外股票领先美国股票的最主要原因。拿可以作为经济增长指标的国内生产总值（GDP）来说，1974年～1990年，美国的GDP平均增长率为2.6%，而全球则为3%。同样期间内，亚洲发展中国家的经济增长率亦高于美国，而且在未来10年内仍会维持这种状况。因为根据世界银行的预估，未来10年，高收入国家如美国的GDP平均增长率将为2.9%，而全球的GDP增长率将高达3.5%，拉丁美洲的GDP增长率预估为3.8%，大部分的亚洲国家的GDP增长率则为8%。

企业民营化

在企业民营化成为世界潮流时，许多国家都致力于减少政府对企业持股的比重，此举将大幅改善企业经营效率。这种趋势，



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在发达国家更是明显。

基本上，公营事业为垄断市场，效率偏低。通过民营化，不但服务与产品质量得到改善，价格也更便宜，进而促进整体经济的活力。民营化的过程中，政府逐渐放出持股，也使得投资机会增加。目前世界各地，不论是前苏联、波兰，或是拉丁美洲、西欧、亚洲，都正在进行大规模的企业民营化运动。

扶持企业政策

除了致力于企业民营化，许多外国政府也制定各种扶持企业的办法。其中最重要的便是引进外资，使企业获得充分的资金以改进生产设备和扩大经营规模。1990 年～1994 年，拉丁美洲和加勒比海的企业长期资本流量（包含外国直接投资）增加了40%，亚洲地区则增加了 20%以上。

技术移转

科学技术的进步和转移，使得越来越多的国家有能力更新其产品技术与产量，外国产业的发展潜力越来越不容忽视，这也正是投资人获利的良机。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国际贸易

国际贸易的金额,每年都以 6%～8%的速度稳定增长。世界银行的统计显示:“自 1985 年至 1994 年,国际贸易金额占全球生产净值的比率,比之前 10 年增加了 3 倍,比 60 年代增加了 2 倍。”各国政府也逐渐明白,虽然降低贸易障碍在短时间内对受保护的产业不利,但却能促进整体经济的发展。撤除贸易障碍,使产品得以跨国界往来,资源也能被有效利用。这种趋势促使国际经济更加繁荣,也使国际投资的获利更加丰厚。

发 展 中 国 家



发达国家和发展中国家的区别，完全由这个国家的生产力水平来决定的；按照世界银行的标准，（GDP）人均在9 000 美元以下的国家,即为发展中国家。根据统计,全球有 170 个国家的人均 GDP 仅约 1 万美元,而美国的人均 GDP 为 2.5 万美元。

目前,全球有 14 个重要发展中国家,它们一共占了摩根斯坦



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利发展中国家指数(EMF)的 75%。其中占指数选样 45%的国家包括马来西亚、南非以及巴西。EMF 中的其他国家还包括阿根廷、巴西、智利、印度、印度尼西亚、以色列、朝鲜、马来西亚、墨西哥、菲律宾、葡萄牙、南非、韩国以及泰国。

根据下列几项理由，我建议投资人选取发展中国家的股票作为投资标的：

• **绩效**。从 1988 年至 1995 年，发展中国家的股市表现领先美国股票达 250%。

• **经济增长**。许多发展中国家的经济增长率呈现惊人局面。根据世界银行的统计，自 1985 年至 1994 年，发展中国家的经济增长率为发达国家的 2 倍。

• **人口**。发展中国家的人口合计有 50 亿，约占全球人口的 85%。

• **低资本率市场**。发展中国家的 GDP 占全球的 22%，股票总市值则仅占全球股票的 9%。这两项悬殊的数字代表发展中国家的股价仍有很大的上涨空间。

• **流动性增强**。以往发展中国家的股市流动性明显不足，且禁止外资进入。然而，现在发展中国家已逐渐明白引进外资的优点，并将逐渐对外资开放。

• **潜力**。发展中国家的经济发展潜力，近来已经逐渐受到重



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

视。在拉丁美洲,保护进口替代产业的政策已经改变为采用自由贸易,以增强国际竞争能力。这些国家逐渐发现,利用关税壁垒或提供补贴鼓励企业生产进口产品,将花费太多代价。发展中国家逐渐了解,这样的政策不但使企业的效率降低,更浪费国家资源,必须逐步撤除。

• **非效率市场**。发展中国家的股市，对研究人员来说是一片待开发的新天地，遍地金银却无人开采，国际化投资人正可以趁此机会，选择未经发掘的宝藏，获取巨额利润。

• **弹性**。由于发展中国家在基本工资及劳工保护方面的法律并不完备，因此企业经营较富弹性；当发展中国家的企业面临经济不景气，必须减产时，回旋的空间相对来说也较大。发达国家都有基本工资和劳工法令的限制，企业活动的空间相对较小。

• **多角化策略**。投资于发展中国家，将使投资组合充分发挥多角化效果，其效果甚至超过欧澳远东指数的投资组合。原因是发展中国家股票种类，与美国股市及发达国家的股票种类相关性不强。因此，投资组合中若包含发展中国家股票，其波动性较低，获利率却较高。不过，想要买进发展中国家的股票，投资人必须承担相当程度的风险。我们将在第三节详细讨论，投资于发展中国家应该要注意哪些事项。但是即便有风险，投资于发展中国家股市的优点，仍大于投资于发达国家的股市，投资人可从中



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

享受到低波动高获利的好处。

非效率市场

我们在前面曾经提过，投资国外股市的获利契机，在于它的相对低效率的市场特点。一个市场的效率，可以由两种现象判断：投资人是否能充分获得公司的信息；股价是否充分反映上市公司的状况。即便是在最先进的华尔街股市，有了证管会严令上市公司送审的财务报表、通过电子媒体传播的各项信息、还有汗牛充栋的股市分析，都不能算是个达到充分效率的市场。因为人类的两大天性——恐惧和贪婪，才是主导短期股价的因素。关于国外股市的研究分析较少，也没有人特别关注被低估的股票，可以说是严重效率不足，但这也创造了价值投资人获利的契机。最近许多国家的股票都处于低价位，正是投资人在非效率市场寻找宝藏的大好时机。

竞争者少

在大多数的商业企业中，如果竞争者较少，常能获得较高的利润，投资也不例外。我们发现国外股市的投资人，较偏好增长



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

型投资策略，这使得价值投资人前往海外淘金的获利空间更为广阔。

海 外 淘 金



任何一种投资策略，都不能摒弃多角化原则，就如同不能将所有资金投资于单一产业一样，资金也不能只投资单一国家。如果你在数年前对电话公司有兴趣，当时的智利电讯（CTC）的本益比只有5倍，比任何美国通讯事业都便宜。雀巢（Nestle）和海尼根（Heineken）也比美国的食品股便宜。就汽车类股来说，大众汽车（Volkswagen）的价格仅为现金流量的1.25倍；比起克莱斯勒（Chrysler）和通用汽车（General Motors）现金流量的4倍，福斯汽车真是便宜多了。价值投资人的标的即为这些价格不合理的股票。初期，日本股市的总体本益比高达40～50倍，看起来真是毫无道理；1963年时日本整体股市的本益比只有3倍，变得更没有道理。到目前为止，大多数国外股票的基本分析仍未成熟，真可谓是价值投资人淘金的天堂。由于国际会计准则已逐渐普及，电子通讯也日益进步，国外股市的价格扭曲状态将



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

逐渐消失。不过，贪婪和惧怕的心理很容易影响股市，所以价值投资人仍然保有获利机会。

选公司，不选国家

前往海外投资必须遵守一项原则：选公司，而不是选国家。价值投资人用的是基本面分析，选的是价格被低估的股票，而不是研究某个国家的经济状况。经理人只有在分配投资组合时，才需留意不要将过多资金投注在同一国家。此外，当投资人挑出一种值得投资的股票时，即使当时该股票所属国家或产业的状况并不好，也无所谓。因为该公司的优良基本面和低价，将可使投资人从中获得利润。

采取由上而下分析法的投资人则是反其道而行之。他们先选择符合标准的国家，再筛选股票。这个做法是投资市场的主流，不过我们不认同这样的方法。

精选外国价值型股票

按照市值比例，将资金分散购买各国股票的做法，是指数型基金的操作策略。指数型基金以持有一揽子股票的策略，达到让



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资产与市场同步涨跌的目标。但是严格说来，和市场同步涨跌，就如同被市场牵着鼻子走一样，并不是个明智的决策。

许多机构投资者采用指数型基金操作策略，以标准普尔500指数的选样股票和其比例为准，建立投资组合。比如，假若里博克公司(Reebok)指数被列为标准普尔500指数选样股票，机构投资者就必须马上进场买进该公司股票。

许多国际型基金经理人按照既有的指数，比如摩根史坦利欧澳远东指数（EAFE index）的选样国家和比例，建立投资组合。但是这些经理人没注意到的是，这样的投资策略忽略了标的公司的个别价值。

20世纪80年代，欧澳远东指数（EAFE index）大幅领先美国股市。许多基金经理人以本益比60倍的价位，大量买进日本股票（日股占欧澳远东指数比重的1/3)。结果到了1992年，日股大跌50%，迄今仍未回升，这证明指数型投资策略的错误。这个错误还说明一个事实：没有任何一个国家或任何一家公司的股价是永远增长的。

外国股市的市场效率越低，就越能替积极操作的基金经理人提供获利的环境。克里斯托弗·卡勒贝尔（Christopher Carabell）和伊莉莎白·戴拉勒（Elizabeth De Lalla）在发表于《年金管理》(Pension Management）的文章中指出："在所有金融商品中，外



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国股市是最能让基金经理人挥洒才干的地方。完全效率市场、管理费用、交易成本在外国股市都不适用。积极的基金经理人，可以运用选国家、选股等方法，达到较佳的绩效。”

指数型操作策略隐含着对总体经济的预测，但价值投资人绝不预测市场。沃伦·巴菲特曾讽刺：“算命先生还比股市名嘴要来得准确!”预测一个国家的短期经济走势，比预测某家公司的短期经营管理绩效风险更高。新兴市场股市获利潜力很大，但是价值投资法只买进物超所值的股票，不会在经济前景看紧的国家，买进高本益比的股票。

瞄准弱势市场

强势市场中很难找到符合价值投资法标准的投资目标，反倒是表现相对弱势的市场中机会较多。如在1987年，荷兰在全球股市绩效排名表中名列榜尾，当时我们觉得这个市场的机会很多，于是从中挑选出阿克佐（Akzo N.V.）公司的股票。阿克佐公司生产纤维、塑料布和药品。以当时价格来说，其本益比仅5倍，成交价是现金流量的3倍，账面价值的60%，每年配息7%。当时美国的化工类股平均股价本益比为12倍，是现金流量的7倍，账面价值的2倍，每年配息仅3%。我们将目光投向海



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

外股市，才找到规模、生产能力不逊于美国化工公司，但价格却只有它的一半的股票。从1988年到1992年，道琼斯指数的年获利率包括配息在内，每年仅有4.6%，阿克佐公司的年获利率却高达21.2%。

当时许多分析师认为，阿克佐公司生产大量低价的产品。事实上，该公司的制药部门已经研发出数种极为成功的药品，包括欧洲最畅销的口服避孕药。这种低剂量口服避孕药以几乎没有副作用著称，终有一日会打入美国市场。

沧海遗珠

进行国际化投资时，寻找处于谷底的产业类股，或股价相对低于其他市场的股票，将会使你大量获利。如果你发现某类股的表现相当弱势，不妨进一步找出整个国际市场中最弱势公司，然后投资于其中。阿尔弗公司（Elf Aquitaine）就是最好的例子。1991年，阿尔弗公司的本益比只有7.5倍，是全球最便宜的大型石油公司。墨西哥的泰美斯公司（Telmex）也是通讯类股中最有价值的股票。如果你以1美元的价格买进泰美斯，9年之中可获利57倍。当每股价格为1美元时，泰美斯的本益比只有3倍，是现金流量的1倍，仅为账面价值的25%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

智利电讯公司

1990年7月，在纽约证券交易所（NYSE）挂牌的智利电讯公司（CTC），本益比只有5倍，股价为账面价值的80%，每年配息12%。当时美国电话公司的平均本益比为13倍，股价为账面价值的2倍，年配息约为5%～6%。美国电话公司的平均营业收入增长率为12%，智利电讯公司为25%。智利电讯公司在当时可说是得天独厚，是发展中国家的低度开发产业。智利政府的态度，更是让这只股票越发有价值。当时智利正致力于经济发展，对私人企业多有补助，而且政策也倾向自由开放。

刚开始我们以每股15元的价格，买进智利电话公司的股票。7个月以后，它的优点渐渐显露出来，引起投资人的注意，价格也上涨了3倍之多。

土洋啤酒相较劲

百威啤酒（Budweiser）在美国可说是家喻户晓的饮料，然而其国际知名度却不高。在1991年，不论对价值投资人或消费者来说，海尼根的劲道都比百威来得强。身为当时全世界最大啤



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

酒厂的百威啤酒，其本益比为21倍，而且股价为现金流量的13倍，而海尼根公司的本益比只有12倍，股价为现金流量的7倍。此外，当时百威每年的销售量达25亿加仑，排名第二的海尼根只有13.2亿加仑。

在1990年时,荷兰股市的股价相对于美国为低,海尼根的股价也反映出这种现象。所以我们自1991年开始买进海尼根的股票,认为它的本益比在酒类公司中偏低,而且也看好它的发展潜力。

海尼根与百威有着完全不同的市场营销策略。海尼根大力拓展国际市场,产品遍及150个国家。百威啤酒却只在美国本土销售,销量逐渐下降。当美国的啤酒市场逐渐形成产品细分的状况时,海尼根以世界级品牌形象进升高档啤酒,而百威则成为蓝领阶层的最爱。到现在,海尼根的价值已经逐渐被投资人接受,它的股价也已超过百威啤酒。当全世界逐渐认同海尼根的价值时,我们仍然耐心地持股,一点也不心急,因为价值认同的历程还没走完！就如同投资大师沃伦·巴菲特所说:“酣睡时所赚的钱,比躁动时还多。”

结　　论



本节详细说明了价值投资人赴海外投资的好处。专栏作家瑞



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

克斯·辛奎尔德(Rex A. Sinquefeld)也曾讨论国外股票与潜力股之间的关系,他说:“国外潜力股和小型股,比欧澳远东指数(EAFE index)的样本更能达到多角化投资的目的。事实上,不集中于单一地区,而且选择质优的潜力股和小型股,应是较佳的投资策略。”

第二节将继续介绍买卖外国股票的方法。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二节
如何买卖国外股票

有意投资于国外股市的投资人，可以利用美国存托凭证(ADRs)、直接买卖国外股票、购买国外基金等三种方式。对于没有时间研究外国公司的投资人来说，选择用海外基金进行投资是较为省时省力的方法。

价值投资人可以通过下列三种方法购买国外的股票：美国存托凭证（American Depositary Receipts)、直接买卖外国股票、买卖国外基金。我们将在本节详细讨论这三种方法。此外，我们还将介绍选择国际投资经理人的诀窍。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

美国存托凭证



最早的美国存托凭证（ADRs）发行于1927年，由J.P摩根银行替英国的塞尔弗里奇公司（Selfridge Store）发行销售。1980年之前，美国存托凭证主要是外国公司为了便利在外籍公司工作的美国人进行投资才发行这种凭证，使外籍公司的美国人可以凭借美国存托凭证购买所属公司的股票。此外，美国存托凭证还解决了年金基金购买外国股票的买卖及交割问题。直到最近几年，美国存托凭证才成为外国公司在美国融资的最佳渠道。

目前，美国存托凭证已成为美国投资人和国外公司非美国证券市场中的宠儿，市场上有40个国家发行的1300种美国存托凭证；自20世纪80年代中期至今，整个市场规模增长了3倍。

美国存托凭证的意义

存托凭证是由信托机构（通常是银行）所发行的凭证，代表某种国外股票。存托凭证的所有人有权将凭证转换成股票，也能



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

领取股息，更可以通过买卖凭证赚取差价。美国存托凭证以美元计价，以美元计算、发放股息，并且在美国的交易所或柜台买卖中心挂牌交易，美国证管会将美国存托凭证视为一种可交易的美元资产。尽管它可以像国内证券一样买卖，但本质上美国存托凭证仍是一种国外股票，容易受到汇率波动的影响。不过，汇率对美国存托凭证价格的影响常被忽略，关于这点我们将在第三节中详细介绍。

美国存托凭证的种类

美国存托凭证可分为三种：无承诺函存托凭证、具有承诺函存托凭证和挂牌存托凭证。

无承诺函存托凭证

无承诺函存托凭证是由于银行认为该只股票的前景看好，因此未征询标的公司的同意，便径自发行该公司的存托凭证。无承诺函存托凭证通常由数家银行联合发行，银行费用由买方负担。目前无承诺函存托凭证占了所有存托凭证市场的大部分，但是已经出现逐渐萎缩的迹象。这一方面是因为，无承诺函存托凭证的公司信息不易获得；另一方面则是由于这些外国公司不受美国证管会各种法令的管制，因此构成投资人的大忌。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有承诺函存托凭证

有承诺函存托凭证由单一银行发行，通常在交易所挂牌买卖；和上述无承诺函存托凭证的不同点在于，标的公司与存托银行间签订有正式的存托合约，银行费用由标的公司负担。由于有承诺函存托凭证受到美国证管会各项法规的规范，因此投资人很容易取得公司信息以决定是否购买；而标的公司信息充足，也使得有承诺函存托凭证越来越受到投资人欢迎。不过对标的公司来说，发行美国存托凭证的费用相当可观。

所有在纽约证交所或美国各交易所挂牌买卖的存托凭证都具有承诺函，纳斯达克(NASDAQ)柜台买卖中心虽然较欢迎有承诺函的存托凭证，却没有明文规定不能买卖无承诺函存托凭证。

挂牌存托凭证

挂牌存托凭证提供比上述两者更多的信息，这是因为这些外国公司必须遵守证管会对美国股票的规范，定时送审各项报告和财务报表。这使得投资人可以随时掌握标的公司的营运状况。

存托凭证市场

发行美国存托凭证的外国公司有大有小，著名的日本索尼公司(Sony)、英国航空公司(British Airway)都是存托凭证的标的公



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

司。许多致力于企业民营化的国家也会前来美国发行存托凭证，希望能同时达到释股、集资和提高知名度的目的。一些正处于快速发展的公司，也会利用美国存托凭证创造市场知名度，提高商誉，引起投资人和分析师的注意，并为以后的融资预铺渠道。

存托凭证也可以当成跨国并构的工具。英国珠宝商瑞特纳斯(Ratners)，即以可转换型美国存托凭证作为资产交换的工具，成功地并购美国 Kay Jewelers 珠宝连锁公司。外国公司渴求国际资金的需求与日俱增，将使美国存托凭证市场日益繁荣。市场越大，投资人能参与国际投资的机会也就愈多，价值投资人也能因此而获利。

成功范例

智利电信（CTC）公司的成功范例，充分解释了外国公司热衷于发行美国存托凭证的原因。

智利电信公司拥有智利国内 94％的电话线路，却没有足够的资金满足该国对电话的迫切需求。该公司资深执行副总裁克劳迪奥·加西亚（Claudio Garcia）指出，1996 年以前，该公司的电话应该增至当时的 3 倍，才能满足该国的需求。根据加西亚的概算，该公司必须募集 17 亿美元的资金，才能达到这个目标。当



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时整个智利股市的市价总值，只有116亿美元，相当于美国电话电报公司（AT&T）发行股价总值的1/4。而且圣地亚哥交易所还对美国电话电报公司的交易时间加以限制，每天仅一个半小时的交易时间，交易量竟高达3 900万股。

1990年，智利电信公司在急需资金的情况下，决定到美国来发行存托凭证。这是27年来，首次在美国发行存托凭证的拉丁美洲国家。

智利电信公司的存托凭证在纽约交易所挂牌上市，价格为15.25美元，为公司募集了1亿美元的资金。当时申购智利电信公司存托凭证的数量，为实际发行数量的4倍。智利电信公司前来美国发行存托凭证之前，智利国内的年金基金受制于法规，不能购买该公司的股票。这是因为智利证管会规定，年金基金不得购买单一股权超过公司总股权45%的公司股票，而当时智利电话公司的最大股东，西班牙电信公司（Spain's Telefnica de España）持股高达50%。智利电信公司的美国存托凭证发行成功后，西班牙电信公司的股权降至43%，智利国内的年金基金经理人才得以顺利买进该公司的股票。

存托凭证的缺点

尽管存托凭证广受各国标的公司和投资人的欢迎，却存有下



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

列缺点：

1. 存托凭证的发行和撤销，都会衍生出一笔费用。这项费用可能会转嫁到投资人身上。

2. 存托凭证的发行银行，可以保留一部分股息作为服务费。(这点对投资人不利。不过这样做，银行负责将股息转换成美元，可以减少投资人汇兑的手续费。)

3. 在成立初期的小型公司，很少发行存托凭证或成为存托凭证的标的公司。挂牌买卖的存托凭证，几乎都属于颇具规模的大型公司。

4. 有些公司不喜欢在交易所挂牌，转往场外交易，而场外交易不强制公司送审财务报表。按照美国证管会的规定，为了融资而发行的存托凭证，必须送审财务报表，但这道手续将衍生许多费用。有些公司在美国发行存托凭证不是为了融资，而是不愿意付出这笔费用，便转往场外交易。

夕阳无限好

有些人认为存托凭证将从市场消失，他们认为未来全球股市可通过电脑网络实现一体化，届时存托凭证将无立足之地。到时候，任何人都可以通过网络系统，买进全世界任何一个国家的任



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

何一种股票。

许多国家的交易所也的确已将股票或受益凭证存成电脑档案，省去实体凭证的保存；此外，许多重要的股市也不再征收固定手续费。种种迹象表明，未来存托凭证市场将兴起一场折扣战。

直接买卖国外股票



投资人若有意在外国市场进行投资，有个直接的方法就是直接向国外交易所下单买卖看中的股票。整个程序如下：

1. 投资人先选好投资标的。
2. 向美国本地经纪商下达买入指令。
3. 本地经纪商至柜台中心寻找相关外国股票经纪商。
4. 外国股票经纪商将买入指令传至该国，并以该国货币进行交易。
5. 外国股票将股价换算成美元，转卖给美国经纪商。
6. 由美国经纪商负责这些股票的保管。

事实上，几乎每一家大型美国证券经纪商，都可以帮投资人



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

买进外国股票，即使这家经纪商在该国并未设立办事处，仍有渠道可以为投资人服务。

手续费

外国股票经纪商的手续费，通常在0.25%～0.5%之间。对一个长线投资人来说，这项费用不算太高；尤其价值投资人有意成为标的公司的股东，因此不会短线进出，当然也就不会在意一点手续费。但是如果你短线进出频繁，手续费累计起来当然可观。这时，你就必须找一家在标的公司所在的国家设有办事处的经纪商，以便确切掌握进出时点，以节省手续费。

保管经纪商

许多美国投资人，在获知外国股票的保管业务是由本地经纪商负责时都感到吃惊。本地经纪商的第一义务即是以美元支付所保管股票的股息给投资人。本地经纪商通常会与外国银行订立保管合约。假设你买进一批荷兰股票，外国经纪商即会将这一批股票送交到与美国经纪商订有保管合约的荷兰银行存放。然后，这批外国股票将会与你所购买的其他美国股票，一并显示在你的每



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

月账单上。买入的外国股票也可能显示在你的集中保管的资料中。美国的电脑集中保管系统已经推扩到数个重要股市，使得购买外国股票更加方便。

存托凭证所象征的股权

每档存托凭证所代表的股权各不相同。例如，意大利本尼顿集团（Italian Benetton Group）1 张存托凭证代表 1 份股权；1 张英国电信（British Telecom）的存托凭证代表 10 份股权；瑞士雀巢存托凭证与股权比为 1:0.01。

存托凭证的所代表股权数，与公司所在地区或所在国的股价有密切关系。像香港股市的蓝筹股价格，一般低于每股 1 美元，因此美国存托凭证通常代表好几倍的股权；但是换成瑞士股市的蓝筹股，每股价格几乎都超过1,000 美元。所以从股价来看，显然香港股市欢迎散户，瑞士市场则是大户的天堂；香港的上市公司常分配股票股利，瑞士公司不常分配股票股利。从价值投资者的观点看来，这种价格政策毫无意义。香港上市公司每股 1 美元的价格，与瑞士公司每股1,000 美元的价格虽然相差悬殊，却与公司的实际价值毫无关系。

此外，股票除权是另一个令普通投资人困惑的问题，虽然股



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利分派的多寡与公司价值的增减无关，但高股利却时常被投资人视为利多，造成短线股价上扬，其实这是一种投机而非投资。

存托凭证与普通股

在投资外国股市时，投资人常面临应购买存托凭证还是直接向国外股市买进股票的选择。投资人可以考虑下列因素后，再作决定。

价格

存托凭证必须附加持有成本、发行费用以及差价交易成本，所以理论上应该比直接买国外股票要贵。如果存托凭证与普通股的价差太大，可以用套利交易使价差马上缩小。有时候，委托本地经纪商买卖存托凭证，反而比向国外经纪商买进普通股要便宜。有些非美籍投资人还会买入美国存托凭证，以享受低廉的手续费，并达到节税的目的。

套利交易，指的是专业投资人在不同市场分别进行买卖程序，以套取其中差价。套利交易必须运用大笔资金以博取微小的差价，因此套利交易者通常是银行或证券经纪商，他们所花费的资金成本较低，手续费也较低，比较能够从存托凭证与普通股的差价中获利。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

结账期

购买外国股票通常需要3个月的时间才能完成交割手续，而存托凭证仅需3天的时间就能完成交割手续。由于机构投资人必须定期向受益人报告资产状况，3个月的结账期对他们来说实在太长了。在3个月里，基金经理人可能声誉尽失，甚至丢掉饭碗。对一般投资人来说，3个月的交割期也令人无法忍受。试问，有几人能够忍受付钱之后，还得等上几个月才能领到股票?

方便性

购买存托凭证，可以让投资人避开直接在外国股市交易中可能遇到的问题。若是利用存托凭证投资外国股市，投资人可以向熟悉的经纪人下单，缴付交易所规定的手续费。然后，存托凭证由银行发给，股票也由银行保存，连分发股息、扣税都由银行一手包办。

另外，由于存托凭证标的公司的各项报告、报表均用英文撰写，美国人读起来毫无语言障碍。因此购买美国存托凭证几乎与购买美国股票同样方便，投资人不必烦恼购买外国股票必须面临的时差与汇兑问题。若是直接购买外国股票，领取股息将会是投资人的另一大问题，因为各国的规定不同，比如日本就规定投资人必须具备持股证明，才能领取股息。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

信息取得

一般说来，发行存托凭证的公司，其财务信息相当容易取得；若是直接向国外买股票，投资人可能得付出昂贵的通讯费用，才能取得信息。美国证管会规定，存托凭证标的公司每年必须向证管会送审 20－F 报告。

20－F 报告的内容与美国公司的 10－K 报告差不多，包括资产负债表、损益表和现金流量表。有些公司在本国甚至不必送审现金流量表，但若是该公司想在美国发行存托凭证，就必须补做。

有时连一些未在交易所挂牌买卖存托凭证的标的公司，也会编制一份英文年报供投资人参考。但是没有意愿在美国发行存托凭证的公司，当然用不着花钱编制报表。

有些存托凭证标的公司委托特定的公关公司代为提供信息给投资人，并聘用公关公司作为凭证受益人与标的公司经营阶层的沟通桥梁。像阿尔夫石油所聘请的公关公司，每年元月都会代为召开凭证受益人会议，让投资人可以直接听取公司总裁的年度报告，简化了投资人搜集信息的工作。

流动性

许多人认为存托凭证的流动性不足，使得法人无法介入买卖；还有些基金经理人表示，他们宁可直接向国外买股票，因为



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

存托凭证的交易量，无法承受大笔的买单或是卖单。这种说法与事实不符，因为套利交易常可以创造充分的流动性，让凭证价格与原股价格维持一致。此外，所有的存托凭证，不论是无承诺函、有承诺函、挂牌买卖或在柜台中心买卖，都可以随时转换成普通股，而且其过程不超过24小时。

如果你是个短线投资人，每小时都能充分流动的外国普通股显然比较符合你的需求；如果你是长线投资人，就应该专注于公司的长期发展前景，而不是短线的股价波动。

报价信息

在交易所挂牌的存托凭证，投资人只要查阅《华尔街日报》的行情表，或地方报纸的财经版就可以找到其报价。

然而，有3/4的美国存托凭证属于柜台买卖而非挂牌买卖，因此很难找到报价。这时投资人可以向经纪商探询报价，或是翻阅刊载国外股市行情的杂志。不过，通常行情表上的价格是标的公司住所国的货币，投资人必须自行换算成美元。但要注意各存托凭证所代表的原股股权的比例不同，如果你持有的存托凭证象征5倍股权，就必须将价格再乘以5，才会是存托凭证的价格。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国外基金



一般人很少有足够的时间研究外国公司，因此，投资于美国存托凭证或直接买卖外国股票也变得不太可行。对这类投资人来说，国外基金便成为跨国投资的最佳途径。

国外基金大致可分为四类：

1. 全球基金，这类基金投资于包括美国在内的世界各国股市。

2. 国际基金，投资于除了美国以外的各国股市。

3. 区域基金，投资于特定地区的股市，如欧洲基金、亚洲基金或拉丁美洲基金。

4. 单一国家基金，仅投资于某个国家的股市，如墨西哥基金、法国基金和比利时基金。

开放式与封闭式基金

投资人决定要投资于哪一类基金后，还需决定是选择封闭式



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

基金还是开放式基金。

购买开放式基金时，投资人可得到等值的受益凭证。在任何时候，基金发行公司都必须按照基金净值（NAV）买回你的受益凭证。开放式基金的受益凭证单位数没有一定的限制，买基金的人愈多，公司发行的受益凭证单位数也越多，基金经理人便运用投资人的资金，买入更多股票。

封闭式基金则如同一家股份有限公司，受益凭证的数量固定，并且在交易所或柜台中心买卖。封闭式基金的价格由市场决定，市价虽然与净值有关，却常会呈现折价或溢价的现象。

《华尔街日报》与《巴伦斯》都详细刊载各个封闭式基金的折价、溢价情形。《晨星共同基金》也详细刊载所有封闭式基金和开放式基金的信息。

净值（NAV）

一项基金的净值，等于它的资产总值（扣除债务后）除以受益凭证单位数。开放式基金的净值就是买入及卖出的计价标准。

手续费

基金征收附加手续费的方式有两种：一是买入时收取，一是卖出时收取。

收取买入手续费的基金，是在投资人买入时，即从投资款项中扣除；例如某基金征收 4.5% 的买入手续费，当投资人买入



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1 000美元基金时，即预扣45美元，余款才是投资金额。征收卖出手续费的基金，是在投资人赎回时才收取手续费；通常投资人若在1年内赎回，基金公司征收5%手续费，2年内收4%，超过5年则免收手续费。有些基金则完全不收取手续费，一般称其为免手续费基金。

管理费

基金公司会逐日由基金营收中扣除管理费用，管理费用的比率视基金资产而有所不同。投资海外股市的基金，其管理费用高达每年1.8%，投资国内股市的基金则为1.4%，债券型基金通常低于1%。基金公司公布的每日净值，是已经扣除了管理费用后的价格。

选择基金

价值投资人最喜爱的基金种类，应属折价的地区性或单一国家封闭式基金。通常折价的幅度为15%或更多，尤其在该地区或国家的股市不被看好时，折价率则更高。一般来说，以发行价格购买封闭式基金是不明智的。因为封闭式基金挂牌买卖后，通常会出现15%折价，就算基金经理人的表现再杰出，也无法在短时间内获利15%。不过凡事都有例外，1991年及1992年的巴



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

西基金就是个典型例子。当时巴西股市尚未开放外资进场，购买封闭式巴西基金是参与巴西股市的惟一途径。该年巴西股市的整体本益比只有 3 倍，所以投资人仍愿意以溢价买入巴西基金，以求在巴西股市中投资价值股。

委托操作

对于拥有巨额资产的人来说，委托国际投资经理人代为操作是较好的方式。大部分的国际投资经理人，受委托操作的金额都在数百万美元以上，但也有些经理人愿意接受较小金额的委托。

对一般投资人来说，在美国合法登记的投资顾问多达数千人，想要从中找到一个适合自己的经理人确实不容易。投资人不妨要求熟悉的经纪商推荐适当人选。目前许多大型券商都提供这类的咨询服务，他们还备有杰出顾问经理人的基本资料，如该经理人之前的绩效表现、品性、投资哲学、操作风格和收费标准，可供投资人参考。

确立目标

在挑选经理人之前，投资人应先确立自己的投资目标。如果



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你已到退休年龄，应以保本为优先考虑；如果你还年轻，不妨确立较积极的投资目标。负责的投资顾问，会明白地告知你风险与报酬间的关系。毕竟每个人对风险的忍受程度不同，如果一项有可能用10%损失换取20%报酬的投资，会令你寝食难安，不妨改用更保守的投资策略。在确立投资目标后，经纪商才能推荐符合你期望的投资经理人。

结　　论



第一、二节里，我们详细说明了多角化投资的方法之一，是将外国股票放入投资组合之中。并介绍了美国存托凭证、外国普通股、国外基金，及个别委托操作的细节。不论你选择哪一种海外投资方式，都必须注意海外投资的特性，这一点将在第三节加以详细阐述。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三节
海外投资面面观

从事海外投资，可以同时达到降低风险和增加获利这两个目的。然而，海外投资牵涉到一些迥异于国内投资的事项，诸如汇率的波动、不同的会计准则，以及差异甚大的政治形势。我们将逐一解释这些特点。

汇　　率



对赴海外投资的人来说，汇率变动仿佛是一把双刃剑，有时



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会使资产增值，有时却使资产缩水。这道理非常简单。如果相对于投资标的所属国家的货币，美元为升值，那么你手中的存托凭证或该国股票价值就会随之缩水。举例来说，假设美元对墨西哥比索升值，你持有的墨西哥资产价值即降低；反过来说，如果相对于投资标的所属国家的货币，美元为贬值，你的海外投资即会增值。例如美元对日元贬值，那么投资人在日本投资的资产价值会因而提高。

汇率变动的原因

影响一个国家币值变动的因素很多。首先，我们必须了解，某个国家币值升贬的幅度与方向相对所有其他国家并非一致。例如，过去30年来，美元对日元及德国马克长期走贬，对其他国家则呈现相对强势。

其次，每个国家的币值与所有可交易的资产一样，由供求规律所决定。当一个国家的经济增长强劲，且通货膨胀率偏低，即能吸引外国资金买入该国货币，以便投资该国的股票或债券。其他的资金流动，如国际贸易顺差和逆差，也是重要的影响因素。近几十年来日元对美元相对强势，即是长期以来日本对美国的巨额贸易顺差所造成。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最后必须了解一项事实：币值和股票、债券一样，也有多头与空头。自1970年联邦储备委员会编制贸易比重美元指数（trde-weighted dollar index）以来，美元至少历经12次以上一年15%币值的浮动。其他国家的币值走势，也同样呈现多空轮替的格局。因此，就长期来说，一个国家的币值变动，确实是不可预测的。

汇率避险

规避汇率波动的最有效方法，就是运用所谓的避险策略。许多机构投资人即以购买衍生金融商品（通常是期货或期权）的方法，将投资标的国的汇率锁定在一定比率之间，以确保资产价值。

避险策略固然具有规避风险的优点，但它同时也会侵蚀投资利润。有效的避险策略，必须依据投资金额及投资期间规划制定。对于价值投资人来说，避险策略不是个好方法。因为价值投资人对投资期限毫无把握，买进一只股票后可能要过几个月或几年，才能达到合理价位。

外汇市场多为短期导向，不可能涵盖长达5年的避险资金。而且平均货币期货单口合约的价值约8万美元，期权单口合约



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值约4 万美元。一般投资人并没有如此庞大的投资而必须避险。

一个多角化经营的国际投资组合，投资于单一国家的比率，应该不会超过 10%，按照这个比率计算，避险策略能降低的风险只有 0.06%。此外，避险策略所运用的货币期货及期权，其相关费用都相当昂贵。避险商品必须支付手续费和买卖价差，而商品平均存续 6 个月到期后，必须再付费一次。另外，衍生金融商品额外费用的比率，在 2%～7%之间，也会侵蚀投资资金，影响获利。

另一个重要的考虑因素是,汇率变动对多角化国际投资组合的影响不大。例如,法国股市的标准差是 21.6%,而汇率波动率仅 3.85%,合计 25.45%,汇率变动的影响不值得一提。我们也曾讨论过,从长期观点看来,汇率变动的幅度并不大。因此昂贵的避险策略是不必要的。

多角化投资的含义不仅在于将资产平均配置于不同市场，也表示将资产配置于不同货币。如果投资人仅投资于美国股市，一旦美元贬值，则资产的国际购买力将降低；如果投资人持有的是国际投资组合，美元贬值即表示其他国家的币值升值，总资产未必会缩水。对价值投资人来说，机会总是存在于弱势市场，严重贬值的货币反而是获利契机。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

政治风险



政权更替对股市的影响是有目共睹的。在一些特殊的例子中，投资人甚至血本无归。例如在 1971 年，萨尔瓦多·艾伦德（Salvador Allende）开始进行重要产业国有化时，你恰巧持有智利的股票，所有投资几乎都将化为乌有。幸好这种情况并不多见，而且可以避免。

避免政治风险的利器即为多角化投资。一般国际投资配置于单一国家的比重,不应超过20%,配置于有政治风险国家的比重,更应低于 5%。分散资产于各个国家可以降低政治风险对总资产的影响,而且价值投资人的长期投资策略,还可以忍受某国股市的暂时回跌。例如,中国 1989 年的政治风波导致香港恒生指数大跌,然而有耐心的投资人,终能盼到股价超越前次高点。

有些价值投资人甚至将政治风险当成是获利契机。他们利用政治事件引起股价大跌的机会，逢低布局，所以中国 1989 年政治风波不但不是远离香港股市的时点，反而是进入香港股市的最佳时机。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在衡量政治风险时，价值投资人必须考虑反对势力的心态、该国经济受能源价格影响的程度、政治对外资以及私人企业的相关政策等因素，才能制订出妥善的规划。

不同的会计准则



运动比赛中，所有的参赛队伍都遵守同样的规则，不论你是纽约扬基队或兄弟象队。然而在国际投资的领域里，各国的会计制度不尽相同，规范上市公司公布公司信息的条文也不同，这使得投资的难度大为增加。而且即使名称相同，也未必代表相同的含义。1992 年 2 月华尔街标准普尔 500 指数的本益比为 25.6 倍，当时东京股市的本益比高达 36.7 倍。然而史密瑟斯研究公司（Smithers & Co.）的安德鲁·斯密瑟斯（Andrew Smithers）却认为，东京股市的本益比其实只有 20.2 倍，或原价的 57%。安德鲁认为，这是因为东京股市 45% 的股票是以交易持股的方式持有，因此一个人只要买进 55% 的某公司股票，就可将市场上的筹码吃光。很有意思吧？众人的困惑，往往为精通此道的人创造获利机会。以下我们将讨论跨国通用的会计准则。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不同会计准则的挑战

或许有一天全球会使用统一的会计准则，但目前这只是个理想，投资人还是须面对各国自成一体的会计方法。任何一个国家的公司在美国任一交易所挂牌上市，都必须送审符合美国通用会计准则标准的财务报表。有些跨国企业如本田（Honda）公司，即制作两套财务报表，一套符合美国会计准则，另一套符合日本会计准则。有些公司则只制作一套财务报表，在翻译时才将数字转换为符合美国会计准则的规范。

对于国际股市的投资人来说，从各种不同规则的财务报表中挑出数据互相比较，确实是个严重的挑战。大多价值投资人愿意接受这项挑战。因为如果大家都能只靠着报表上的数字赚钱，价值投资人又怎么能找到价值股？获利基点又在哪里呢？

苹果与橘子

在比较各国股票的价值时，必须注意以下几点：

• 现金流量比盈余数字重要。虽然不同会计方法的现金流量仍需调整，却绝对远比盈余数字重要。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

• 跨国公司间的账面价值评比是毫无意义的事，除非你能详细解释所引用的会计原则。即使在美国通用会计准则之下，账面价值仍与实际市值有差异。

• 股息不会说谎。如果你比较一家美国公司与一家外国公司，两者属于同一产业，基本面也大致相同，但是外国公司配息8%，美国公司却配息3%，这时外国公司显然比本国公司值得投资。股息分派必须拿出现金，没有做账的空间。

• 有些国家如瑞士、德国、日本，计算盈余的方法较保守。

• 有些外国公司，对于业外收益的会计计量方法，都较美国的会计准则保守。

• 税务对会计方法的影响很大。德国和瑞士的税务机关严格禁止公司制作不同的账目分别供股东和税务机关参考。此外，为了避税，公司都会尽可能将盈余数字变小。

• 按照美国通用会计准则，送交税务机关的税前盈余数字，与送交股东的税前盈余数字不尽相同。主要原因在于这两者使用的是不同的折旧计算方式。举例来说，甲公司买进价值10万美元的设备，在送交股东的财务报表中采用平均折旧法，分20年折旧5 000美元；但是在送交税务机关的财务报表，则使用加速折旧法，第一年即折旧1 000美元，以降低当年度盈余，减少当年税赋。不论使用那一种折旧方法，资产折旧的总金额撷取后仍



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然一样。采用加速折旧法，甲公司得以在设备购入的前几年节省税金。采用平均折旧法，则盈余数字会比较好看。

跨国投资分析比较时必须注意,不同的折旧计算方式会产生不同的盈余数字。现金流量则较不受折旧计算方式的影响。因此跨国投资分析除了观察盈余数字外,更必须仔细研究现金流量表。

不分轩轾

各国的会计准则固然各有不同，但是并无优劣之分。会计方法其实是一种主观程序，因此，不同国家的会计师，对未来当然会有不同的远景分析。

美国的会计准则中规定，每家公司都必须对外报告产品收益率。但德国人却认为这项数据是公司的最高机密，不能公开。因此纽约交易所禁止德国公司的存托凭证挂牌交易，除非该公司愿意提出包含产品收益率分析的财务报表。

无形资产

美国公司在计算公司净值时，将商誉包括在内，但外国公司则不然。1996 年 9 月底，菲力浦·莫里斯（Philip Morris）公司



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

依据美国通用会计准则制作的财务报表显示，该公司的每股净值为 17.65 美元，然而加上商誉价值后，公司价值增为 187 亿美元，即每股 23.05 美元。

过去数年，菲力浦·莫里斯公司取得了几个名气响亮的品牌，包括麦斯威尔咖啡（Sanka and Maxwell House coffees.）、美乐啤酒（Miller beer）、卡夫乳酪（Kraft cheeses）等。会计师将这些著名品牌视为无形资产，列在商誉科目下。

同样，若是按照瑞士的会计准则，莫里斯公司的每股净值却呈现负数（17.65－23.05＝－5.40 美元）。这是因为瑞士的会计准则不认可商誉的价值。

直接比较美国莫里斯公司与瑞士雀巢公司的本益比，显然毫无意义。这两家公司的获利能力，大都由品牌知名度、广告及营销渠道所决定。投资人必须明白这两家公司使用的不同的会计方法，所以与其浪费时间比较两者的资产净值，倒不如分析获利能力还比较实际。

西班牙电信公司的例子

与美国的太平洋电信公司（Pacific Telesis）比较起来，在 1991 年时，西班牙电信公司（Telefonica de Espana）是个较好的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资选择。然而，投资人若只是匆匆翻阅两家公司的财务报表，肯定不会得出上述的结论。而且在西班牙式财务报表上，西班牙电信公司的本益比，和太平洋电信公司依美国通用会计准则所得出的本益比完全相同。事实上，西班牙电信公司的股价只有美国太平洋电信的一半。1989 年，西班牙电信公司的年报上所列的每股盈余为 2.03 美元，到了 1990 年，盈余增为 2.56 美元；1991 年，再增为 2.92 美元。转换为美国会计准则之后，1989～1991年的盈余分别增为 4.46 美元、5.5 美元和 5.7 美元。造成其中差异的主要原因是，西班牙会计方法将公司的土地和资产加速折旧，一旦换成美国的会计方式，折旧的期限较长，因此盈余自然就会比较高。

对与错

西班牙会计准则坚持一个观念:通讯科技日新月异,电信公司的设备在很短的时间内就会失去使用价值,所以应该运用快速折旧法。美国会计准则却认为,若是使用加速折旧法衡量仍有使用价值的资产设备,无法真实反映企业经营概况。

投资人不必关心哪一种会计准则更正确些,只需了解不同会计准则对盈余数字的影响。1991 年底,根据西班牙会计准则,西



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

班牙电信公司的本益比为12倍;但是根据美国会计准则计算,却只有6.5倍。同一时间,加州最大的电话公司太平洋电信公司,本益比为15.5倍。相比之下,西班牙电信公司当然成为价值投资法的理想标的。

各国会计准则差异重点



从西班牙电信公司的例子里我们可以了解到，依据各国财务报表所呈现的数字来评估公司，极可能造成错误的判断。在此特别列举各国重要的会计准则差异，提醒读者在阅读各类财务报表时，应该特别留意下列事项。

日本

日本的会计方法深受税法的影响，因此常发生盈余和资产被低估的情形。股东所收到的财务报表中，必须详列所有与税务有关的科目。

固定资产：日本会计准则不允许资产重估，因此，当80年



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

代日本土地价格暴涨时，各公司的账上资产价值并没有增加。

折旧：美国公司习惯于使用平均法摊提折旧，日本公司则倾向采用加速法折旧。如果日本公司也使用平均法摊提折旧，每股盈余将增加 10%～15%。以汽车为例，一辆价值 2 万美元的新车若使用平均法折旧，每年只需摊提 4 000 美元；若使用加速法折旧，第一年就需摊提 8 000 美元，而后逐年递减折旧额。

每股盈余：美国会计准则规定，公司必须详细说明盈余计算的方式，包括业外收益、净营收，以及会计原则的变更细节等。日本对这方面的规定不像美国那么严格。

商誉：日本公司摊提商誉折旧的期限为 5 年，美国则为 40 年。在这种情况下，日本公司的资产常被低估。

英国

英国的会计准则和美国的会计准则大致类似，但是英国的会计准则给予会计师较大的空间制作财务报表。

商誉：英国的会计师，可以将商誉列为费用，也可以列为资产一并摊提折旧，并不硬性规定。而美国的会计准则规定商誉为资产，分 40 年摊提。英国公司通常在被并购时，自保留盈余科目中全数摊提商誉残值，在平时摊提商誉资产时，年限也较美国



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司短。

存货:美国公司通常采用后进先出法计算存货价值,英国公司则不能采用后进先出法。当通货膨胀率高时,英国公司的销货成本较低,净利相对提高。

德国

由于德国的课税用财务报表,必须与股东财务报表保持一致,因此多数德国公司惯于隐藏实际获利数字,造成平均高达100%的隐性资产。与英、美两国相比,德国公司经常高估一些不确定债务,使收益被低估50%～100%。此外,德国公司不必向投资人提供每股盈余的相关数据。

存货：基于节税的理由，德国公司不重估存货价值，即使是在价格上扬时，也不重估。并购者或新股东仅能依照账面价值，而不是实际价值估算公司资产。

折旧：有些德国公司基于节税的理由，在第一年即对建筑物提列75%的折旧比例；为着同样的理由，德国公司的长期目标多放在增加现金流量，而不是账上盈余。资产长年被低估的结果，使得许多德国公司的资产营利率大幅上升，公司的实际价值超过账上数字很多。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴西

近年来，巴西经历了严峻的通货膨胀，使得财务报表成为一堆没有意义的数字。一再重编的财务报表，只代表一再窜升的物价水平，难以被美国投资人接受。

重编指数：资产科目包括不动产、递延费用、投资、折旧、短期投资损失等，每月都会按照国库券指数重编。重编后所增加的产值，列人损益表及资产负债表中的股东权益科目。事实上，国库券指数未能充分反映通货膨胀所导致的购买力降低比率。资产负债表中的存货项目未以重置成本重估，因此价值被低估。此外，本期损益科目也未重估。政府规定，所有的上市公司每月必须按照实际购买力重编各项财务报表。在物价暴涨的时代，能准确预测未来经济形势的公司会有很好的获利机会。美国在70年代和80年代早期，都曾历经高通货膨胀率的时期，而坚持低通货膨胀率的美国会计准则，使许多公司的财务报表失真。

通货膨胀率高的国家通常都会适度控制汇率。如果该国政府不能保持通货膨胀率和汇率关系的一致，在这个国家进行商业活动的跨国企业其财务报表将会严重失真。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

荷兰

荷兰的会计准则规定，凡是被商业团体认可的会计方法都可以被接受。这项规定使荷兰会计师拥有很大的弹性空间。

资产重估：荷兰公司的固定资产可以根据物价指数重新估算，重估后的固定资产，可按新价格计算折旧金额。但是，增加的折旧费用不得扣抵应税盈余。通货膨胀率高的时候，资产重估可以增加公司资产的数值，降低公司纯益，并增加公司举债能力。

并购：有两种会计方法可供选择：以买方为主的财务报表或合并财务报表。以买方为主的财务报表中，被收购公司视为存续公司的投资项目，并购价格高于市价的部分，必须列在商誉科目名下。合并财务报表则是两家公司财务报表的算术加总。因此，并购后的盈余数字会增加。然而在以买方为主的财务报表中，被收购公司在并购之前的盈余并不计入盈余科目。

韩国

1996 年及 1997 年初，韩国股票似乎呈现相对便宜的状况，



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

然而价值投资人却踌躇不前，无法决定这是一个进场获利的好时机,还是一个投资陷阱。某家经纪公司的报告针对这种现象提出:“许多有关韩国股市的投资分析,都推荐甲公司的股票是世界上最便宜的股票。然而韩国极富弹性的会计方法,是误导这些分析的主要原因。”所谓极富弹性的会计方法,一方面是因为韩国会计准则与美国会计准则不同;一方面是韩国人并不相信韩国公司的财务报表。面对这种窘境,分析师只好朝两个方向努力,尽量计算出公司的实际价值,再加以打折以降低风险。即使诚信度很低的公司,毕竟也有一个相对低风险的价格。

现代汽车公司（Hyundai Motor Co. Ltd.）的财务报表，就是一个分析师必须另做调整的范例。韩国与日本一样，会计准则都允许加速摊提折旧以节税，并增加税后现金流量。加速折旧还可提高投资本金的边际效益，降低损益。在通货膨胀率高的时代，运用这种会计方法将增加相当多的现金流量及公司资产价值。调整折旧数据时投资人必须明白，除了所使用的摊提法外，还必须注意资产使用年限。例如，韩国现代汽车使用加速折旧法，建筑物的使用年限只有7～30年，机器、设备的使用年限只有3～6年。而美国三大汽车公司（福特、通用和克莱斯勒），建筑物的使用年限有29～40年，机器、设备的使用年限为5～27年。调整后的现代汽车财务报表，税收增加，盈余也增加，但是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现金流量却因折旧费用降低而减少。现代汽车将研发费用资产化，理由是研发经费未来将为公司带来利润，应该列在资产科目下并摊提折旧。这项解释很符合资产创造收入的基本原则。但是美国会计的观念较保守；认为将研发费用列为资产，是虚列当期盈余的手法，投资人必须自行调整一次账目。经过调整后的现代汽车公司财务报表，看起来仍比欧洲的主要车厂，特别是标致汽车（Peugeot）与雷诺汽车（Renault）更有投资价值。分析师就市场流通、股市、销售展望、外销机会等观点分析，认为现代汽车仍相对便宜。恰巧这时，市场上出现了重大利空，因为韩国政府触怒了其贸易伙伴国，而现代汽车成为首要的报复目标，致使股价大跌。显然，投资现代汽车的最佳时机就在眼前。

历经艰辛的分析后，最后仍有一道关卡——韩国政府禁止外国人购买韩国股票。即使通过合格的外资法人，投资人想购买韩国股票仍是重重困难。然而有耐心和毅力的价值投资人，如果能买到这种既难分析又难购买的股票，相信必能获得巨额利润。

国际标准

各国不同的会计标准，使公司盈余成为数字游戏。因此，比较不同国家不同公司的现金流量，便成为一个较客观的标准。表



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

10-1 是本益比与股价和现金流量比的比较表。我们可以发现本益比的变动较大，股价与现金流量比的变化较小。

表 10-1　　盈余与现金流量比较表

日　期	日　本		美　国	
	本益比	股价/现金流量	本益比	股价/现金流量
1990/06/29	41.00	15.60	15.50	7.90
1990/09/28	27.60	10.10	13.70	6.90
1990/12/31	31.00	10.60	14.10	7.30
1991/03/29	35.20	11.80	16.80	8.40
1991/06/28	35.00	10.90	17.50	8.40
1991/09/31	36.40	10.90	18.80	8.90
1991/12/31	35.30	9.90	21.70	9.90
1992/03/31	29.30	8.70	24.30	10.20
1992/06/30	30.20	8.20	23.60	10.10
1992/09/30	36.20	8.10	23.30	10.20
1992/12/31	38.90	8.10	22.70	10.20
1993/03/31	43.80	9.10	23.80	10.50
1993/06/30	60.70	9.80	22.50	10.00
1993/09/30	71.80	10.40	21.70	9.90
1993/12/31	67.80	9.80	22.10	10.40
1994/03/31	74.21	10.70	19.70	9.70
1994/06/30	93.70	12.10	18.80	9.50
1994/09/30	88.80	11.50	18.80	9.70



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

日 期	日 本		美 国	
	本益比	股价/现金流量	本益比	股价/现金流量
1994/12/30	97.30	11.60	16.90	9.10
1995/03/31	80.70	9.90	16.40	9.10
1995/06/30	92.20	9.90	16.90	9.60
1995/09/29	123.40	12.30	17.00	9.70
1995/12/29	105.20	12.90	17.20	10.00
1996/03/29	107.60	13.50	17.50	10.20
1996/06/28	117.43	12.77	17.77	10.42
1996/09/30	100.66	12.34	18.19	10.61
1996/12/31	108.69	12.13	19.34	11.18
1997/03/31	94.00	11.74	19.04	11.33

表中日本股市的本益比看来偏高，但是股价与现金流量相比就合理多了。

财务会计

价值投资人的天职在于寻找潜力股的合理价位，财务报表是帮助决策的最有效工具。将不停运转的企业，转换成生硬具体数字，几乎是件不可能达到完美程度的工作。因此财务会计的不正确性，可以说是与生俱来的。会计师的工作内容，包含许多预估和推论，且常在不确定的情况下进行。上市公司的会计师必须以



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

相当幽默的心情制作财务报表。因此，投资分析师接待室里那些客户的笑容，决不会比牙医候诊室里病人的笑容多。

会计师除了扮演幽默大师以外，还必须经常扮演美容师的角色，在合法范围内，塑造美观的财务报表。投资人阅读财务报表时必须注意其所使用的折旧方式、资金动向、成本计算、存货计值、并购案值以及商誉计值方式等细节。

在英国出版的《增长会计》（Accounting for growth）一书，详细描述各种“活泼型”的会计手法，在投资界引起极大的震撼。笔者认为，投资人应该尽量避开运用“活泼型”会计方法的公司，因为这些公司经营阶层的诚信度值得考虑，对股东利益的设想也是大问题。

“活泼性”会计手法并非英国人的专利，由美籍教授编写的《非关会计》（Unaccountable Accounting）详细描述美式“活泼型”会计手法，也曾经红极一时。作者阿伯拉罕·布里洛夫（Abraham J.Briloff）教授指出，美国上市公司经理人粉饰财务报表的本领，绝对不亚于伊莉莎白女王的子民。

日久见人心

就长期来说，被粉饰的财务报表，或因不同会计标准导致的



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不同财务报表，其差异都将逐渐减少。甲公司按照甲国会计准则编制的某年盈余数字，若按乙国的会计准则计算，通常会偏低。价值投资人按照公司的实际价值作投资决策，务必记住不能以单一年的数据作为分析的依据。不论股票市价或公司财务报表，都必须搜集数年的资料再进行判断。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四章

价值投资组合

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

原书空白页

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第一节
构建投资组合

选股多样化，是降低投资组合风险的最有效方法。若是投资人只持有单一股票或是单一产业股票，表示投资人对该公司或是该产业深具信心，但这已是赌博心态，而非投资致富之道。

良好的价值投资组合应该经过仔细评估与规划。然而任何投资组合都不可能完全规避风险。本节将讨论价值投资法的风险概念以及有效达到多角化投资的方法，重点集中于股票型投资组合。我们也将解释，为何流动性与摊平法不适用于价值投资人。最后将讨论闲置资金的处理方式。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价值投资与风险



长久以来，华尔街将股价波动视为风险的一部分。价值投资法却主张股价下跌并不影响持股的价值。即使股价跌至买进价格之下，价值投资人也没有损失。对价值投资人来说，风险包含三种情况：卖出价格低于进场价格、标的公司财务恶化、买入价格高于实际价值。

多角化投资组合



选股多样化是降低投资组合风险的最有效方法。因为持有单一股票或单一产业股票，表示投资人对该股或该产业深具信心，但这已是赌博心态，而非投资致富之道。表 11-1 以实际数据，说明多角化投资的好处；当一个投资组合所包含的股票达到 20 种时，风险将大为降低。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

根据表11-1,投资组合不必以20只股票为上限。许多表现杰出的投资组合,持股都在百只以上。价值投资人必须牢记一点:只要按照价值投资法选股,股票只数的增加并不会降低获利能力。

表 11-1 多元化降低风险

	股票支数风险	减少风险比	累积比率
1	100	0	0
2	80	20	20
3	75	5	25
4	70	5	30
5	65	5	35
6	60	5	40
7	58	2	42
8	56	2	44
9	54	2	46
10	52	2	48
15	47	5	53
20	45	2	55

资料来源:《投资总收益》(Investing Total Return),1998年,第32页

区域战争

本杰明·格雷厄姆认为，多角化投资必须将资金平均配置于

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票和债券，许多专业投资人也同意这种观点，然而笔者却有不同的看法。毕竟时间和环境不同于以往，格雷厄姆的某些投资原则既简单又机械，或许已不再适用于现代投资环境。依照目前的环境，价值投资人必须在股票或债券标的中选择投资；也就是说，价值投资人可以将所有的资金全部投资于股票。

这个观念听起来相当极端，不过历史数据却明白地告诉我们：就长期观点来看，股票获利优于债券。根据圣克拉拉大学（Santa Clara Univ.）梅尔·斯塔曼（Meir Statman）和尼尔·乌什曼（Neal L. Ushman）的研究（表 11-2），自 1946～1985 年的 40 年间，纯股票型投资组合的绩效不但领先纯债券型投资组合，也胜过平衡型投资组合（股票及债券混合型）。我们将在第二节列举更多的数据证明这个观点。

表 11-2　　投资组合比较表（1946～1985）

	随机取样报酬率	报酬率之标准差
股票组合	1.834	17.543
公司债组合	0.006	4.653
平衡式组合	−0.102	4.548

在现实中一个投资组合不可能永远持股满档；根据统计，每 4 或 5 年才有 1 年持股满档的机会。但价值投资的潜力股平均需

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

3年才能达到获利满足点。投资法通常都有持股25%以上的机会，若包含国外股票，持股比例会更高。

何时是进场时机?

这个问题很有价值，想解答也很困难。不论由总体经济角度衡量，或运用金字塔操作法，答案总不能令人满意。投资人不妨摒弃后市走势的习惯，采用下列秘诀：

市场上找得到便宜股票时，就是买进时点。

市场上找不到有价值的股票，股价已近高档。

过去30年来，市场上曾出现过数以百计的价值股票。尤其在1970、1974、1981、1987以及1990年，股市正处于低迷阶段。然而价值投资人买的是股票，不是指数，所以必须将注意力集中于股市现状，而不是未来走势。

产业多元化

我们曾讨论过股票只数、投资标的类型等多角化议题。现在我们将范围缩小至产业多元化。

有价值的股票时常集中在同一类产业中，但是投资人必须避



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

开这个陷阱。一个投资组合持有的单一产业股票，最多不应超过20%。例如，假设投资人发现10种消费性电子公司都符合价值投资法的要点，且各有其优点，即买进这10种电子股；这种做法就完全不符合产业多元化的操作原则。成功的多角化经营有赖于投资到互相独立的股票中。

不必明察秋毫

有些统计学家运用大量数据、使用精密仪器，分析各股或类股的相关性，希望以最小的风险值，获得最高报酬率。不过价值投资人不必运用如此复杂的作法，只需坚持多角化原则，将资金平均分配于各类股即可。

多角化成本

当然，多角化必须付出相当成本，包括手续费、买卖价差、税款等，两只各200股的股票交易成本，比一只400股的股票交易成本高。如果不使用多角化策略，则需要精良的技术和相当好的运气。相比之下，投资人还是应该支付一些多角化成本，以降低风险，提高长期投资绩效。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

绩效评估

假设你现在持有一组精挑细选的价值投资组合，如何评估它的绩效？价值投资人不应该在意短线盈亏，因为那不过是蝇头小数，不值一顾。短线绩效只是漫无章法的数字跳动，无法精确掌握。价值投资人必须遵守的原则是：在一个投资组合完全周转一次之前，不必评算绩效。通常这个过程需耗时3～5年。在这段期间内，投资人只须注意，所运用的操作策略是否符合价值投资法；如果不符合，短时间的损益都不具任何意义。而一个没有基本原则的操作策略，就好像随波逐流的船只，终将触礁沉没。有几个似是而非的观念有待我们一一澄清。首先，有人认为个股或一个投资组合的风险评估，必须根据过去的走势。这种说法令人怀疑。根据统计，个股的历史轨迹与未来走势根本不具相关性；再者，整体市场走势与个股或单一投资组合间也缺乏相关性。

此外，小兵立大功的故事时有所闻，遇到难得一见的机会时，不妨扬弃投资组合的观念全力加码。微软的巨额获利就是一个很好的例子。

有一组投资组合包含数百只股票，曾经连续数年获利20%，却突然一反多角化投资原则，买进盖科（GEICO）保险公司



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

50%的股权，而后获得巨额利润。本杰明·格雷厄姆曾评论这次投资为:“累积20年来多角化投资操作的利润，还比不上这次所得，真具讽刺意味 。”事实上，这个投资组合属于格雷厄姆·纽曼公司（Graham－Newman）旗下的公司，不过格雷厄姆并没有明说。投资人最后必须记住，绩效计算的起点对绩效影响很大。一组绩效良好的投资，很可能经过一年的亏损，即表现平平。

流 动 性



所谓流动性即市场在价格波动不大的原则下，吸纳买单或卖单的能力。华尔街股市非常重视一只股票的流动性。价值投资人买进价格被低估的潜力股并长期持有，因此，担心各股的流动性及其既浪费时间又徒失获利机会。下列案例说明，流动性并不影响价值投资操作法。

特拉华信托公司(Delaware Trust Company)是一家小银行,或许因为它的流动性不足,华尔街很少有人注意这档股票，也因此这家银行的股价被低估了——公司账面价值每股120美元，股价却只有45美元，本益比仅4倍。在仔细研究各项资料以后，我



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

决定投资于这只股票，并花了6个月的时间买进数百股。特拉华公司的股票在市场属于“偶尔成交”型，有时3个月都没有交易记录。由表11-3可看出，买进特拉华股票的头12年，股价几乎没有什么变动。直到1984年，梅里汀银行（Meridien Bank）以每股853元的价格，并购特拉华公司。对我来说，这笔投资的收益率高达33%。显然流动性不足，对长期持股的评价投资人来说，并不构成威胁。

表 11-3　　价值投资法净值增长表

年　度	净值（82股）	年　度	净值（82股）
1979年2月	4 600	1984年2月	10 455
1980年2月	5 002	1985年2月	16 400
1981年2月	5 412	1986年2月	21 320
1982年2月	6 437	1987年2月	37 950
1983年2月	7 544	1987年5月	70 000

* 并购时：相关资料1978年9月8日，以4 600美元买入82股特拉华公司股票。当时该公司资产为5亿美元，本益比4倍，股价为账面价值的35%，股价报酬率80%，资产报酬率0.5%，呆账占保留盈余15%。

摊平法

许多运用摊平法的投资人都承认，他们不知道股票的实际价



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

值；或许摊平法能带来利润，但摊平法绝不等于价值投资法。价值投资人认为股价合理时，就会进场。如果一家机制优良的公司在价值投资人进场买进股票后，股价不涨反跌，价值投资人便会增加持股。只要公司的基本面没有改变，价值投资人不会因股价下跌而卖出持股。

闲 置 资 金



投资人如果拥有一笔资金,却无法找到足够符合价值投资法的股票,就必须先将资金放在流动性充足的金融商品中,等适当的投资机会出现时,即可马上变现买进。下列几种金融商品是最佳选择:

货币市场基金

货币市场基金（Money Marney Funds）以投资短期货币市场商品为主，其管理费用相当低，大约每年为 0.5%。小部分货币市场基金只投资于政府公债，大多数货币市场基金以投资组合的方式，持有商业本票、短期附买回债券、定存单、政府公债、国库券等。这类基金的收益率大约比物价上涨高 1% 或 2%。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国库券

美国国库券（Treasury Bills and Notes）可分为长期（1 年以上）和短期（1 年以下）两种。每批国库券的期间和利率都各有不同。短期国库券有 3 个月期、6 个月期、12 个月期 3 种，最低购买金额为 1 万美元。3 个月期和 6 个月期的国库券，每周一公开标售，1 年期的国库券则每月标售。长期国库券的期间为 1～10 年，最低承购金额为 1 000 美元，不过在标售时经常另外规定高的金额。

国库券并无实体凭证，只在财政部登录记载。新发行的国库券利率由市场公开竞标决定，投资人只要付出些许手续费，即可委托经纪人办理标购。国库券的还本期限固定，利率稳定，免税更是它最大的好处。

定存单

银行大额存单（Ceertificates of Deposits，CDs）的存款期间如果不长，应是相当吸引人的投资工具。定存单的利率比国库券和货币市场基金高，且存款期间可自由选择。当投资人找到好股



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

票时，可以立刻变现进场。

商业本票

资金雄厚的投资人，还可以考虑购买商业本票（Commercial Paper)。通常商业本票的最低销售金额为10万美元，期间自1天到1年或更长，利率比国库券略高。如果直接向底特律的通用汽车公司购买商业本票，则最低购买金额为1万美元。

免税地方公债

如果你的所得税率太高，可以考虑购买免联邦税的地方政府公债（Tax－Exempt Municipal Bonds)。对于所得税率为28%及以上的投资人，这应是最佳选择。

结　　论



本节详细说明了多角化投资可以降低风险的道理，也阐述了



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票型投资组合的高收益特性。此外，还解释股票流动性与摊平法都不是价值投资法所考虑的因素。

价值投资人应该明白“动如脱兔，静如处子”的投资哲学，不可认为手中既有资金，就必须投资。下一节我们将讨论构建投资组合的核心问题：为什么应该投资股票？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二节
股市淘金

从历来的记录看来，股市堪称是淘金胜地。投资人如果在1947年底，以1美元平均投资于标准普尔500指数样本股票，到了1996年，总资产将达到335美元；如果同样投资1美元于政府公债，总资产将只有12.56美元，是投资股票所得的1/26。

我们的经济体制正面临新的难题。企业曾克服巨大的压力创造财富，供给经济体制源源不绝的能源，使不动产、债券以及其他资产得以维持各自的价值。如果企业获利能力衰退，其他资产都将受到负面影响。

安全且获利良好的投资商品，永远是资金的最佳落脚地。谨慎的投资人习惯将资金储存在银行或购买债券，但却在不知不觉



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中耗损自己的购买力。其他投资人更在信心不足、担忧经济前景和恐惧通货膨胀的心理影响下，将资金投注于艺术品、不动产及各种商品。

本节将比较股票与其他投资工具的优劣，解释股票是最佳投资工具的原因，分析长期投资的重要性。

获 利 比 较



股票是最佳投资工具吗？历史告诉我们，是的。

根据易卜生公司(Ibbotson Associates)的调查统计，截至 1996 年，标准普尔 500 指数所涵盖的股票，其 50 年来的年平均收益率达 12.6%。同期间的政府公债年收益率只有 5.3%，国库券只有 4.9%。这些比例数字虽不显眼，但换算成实际金额却令人咋舌。如果投资人在 1947 年底，以 1 美元平均投资于标准普尔 500 指数选样股票，到了 1996 年，总资产将达 335 美元；如果同样投资 1 美元于政府公债，总资产将只有 12.56 美元，这个金额是投资股票所得的 1/26。

另一项刊登于《财务分析师杂志》1984 年 9/10 月号的统计



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

显示，自1974～1981年，纽约证券交易所的主要股票,年收益率(包括配息在内)为14%;同时期本杰明·格雷厄姆的股票投资组合,年收益率高达38%。另外一项刊登于《财务分析师杂志》1986年11～12月号,时间涵盖13年的统计结果显示,如果投资人在1970年底,以1万美元投资于格雷厄姆的股票投资组合,到了1983年底,总资产将成为254 973美元;如果同样金额投资于纽约股市的主要股票,总资产只有37 296美元;换成投资于小型股指数所涵盖的股票,总资产也不过101 992美元。

空头市场

股市也像人一样，偶尔也会伤风感冒。自第二次世界大战结束以来，华尔街股市经历过12个空头市场或跌幅超过15%的时期。这12个空头市场的平均期间为11个月，平均跌幅为26.5%（见表12-1）。人生病会痊愈，股市也一样。事实上，空头市场后的1年，股市平均涨幅高达31%。

表12-1　　空头市场统计表

空头市场	期间（月）	跌幅（%）	一年后涨幅
1946	5	26.7	7.3

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

空头市场	期间（月）	跌幅（%）	一年后涨幅
1947	3	15.3	20.7
1948～1949	12	20.5	42.1
1956～1957	15	21.6	28.2
1961～1962	6	27.9	34.1
1966	6	22.2	32.8
1968～1970	18	36.1	43.5
1973～1974	21	48.2	34.5
1976～1978	18	19.4	11.5
1980～1982	22	27.1	57.7
1987	3	33.5	21.3
1990	3	19.9	28.7
平均值	11	26.5	30.2

其他商品



历史数据已表明，投资于股市的利润远超过债券和银行存款。事实上，虽然其他投资工具有利润，但也比不上股票。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

黄金

许多人一直认为，黄金是对抗通货膨胀最有效的商品。

然而我们仔细观察，自 1781～1981 年 200 年间，黄金的平均年增长率只有 1.6%，比定期存款利率还低一半。即使你能在 1980 年的金价高峰期脱手，获利仍然有限。1926～1981 年，是金价的大多头行情时期。这段期间金价的年增长率高达 5.8%，但这也不过是标准普尔 500 指数涨幅的一半。本世纪的金价高峰期，出现在 1971～1980 年底，金价达到历史高点，此后再也没有出现过这个价位。

商品期货

许多人认为期货市场是致富的捷径，但事实上，买彩票致富的机会比买卖期货还要大。许多专业投资人凭借高超的技术和先进的电脑软件，仍然无法在期货市场有所获。根据《Money》（资金）杂志的调查统计，90% 的期货投资人在 4 个月内损失资金并退出市场。如果以期货的剧烈波动、高杠杆倍数再加上投资



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人的心理压力，这4个月恐怕比10年还要难熬。

艺术品

艺术品市场偶尔也能成为股市资金的避风港，其平均年获利率也高达12.5%。然而投资艺术品的两大问题——缺乏流动性及高手续费，从而使它的高利润光芒尽失。今日流行的艺术品，明日可能无人问津，而委托买卖的佣金也贵得吓人。相比之下，股票投资人的变现能力很高，而且经纪人的手续费一般也不会超过1%。

房地产

即使在第二次世界大战后房地产飙涨的岁月里，未运用杠杆效果的房地产长期投资，获利也不过中等。企业能创造财富，房地产却不能。且房地产增值的动力，来自于企业经营所创造的财富。一般民众购买居家房产的钱来自于企业的获利。所以投资于企业所回收的利润，将高过投资于房地产的价差或租金收入。

既然如此，为什么美国有这么多靠房地产致富的地产大王？



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

答案很简单：杠杆效应。房地产的巨幅利润，来自高杠杆的作用，尤其在物价飞涨的年代，效果更是惊人。不过高杠杆潜藏高风险，房地产也有景气循环周期，也可能使投资人血本无归。对房地产有兴趣的人，不妨汲取 80 年代得克萨斯州及 90 年代加利福尼亚州房地产狂跌的历史。况且，如果股票获利情况不佳，房地产市场也不会好到哪儿。

以上这些都说明：股票投资组合绝对是最佳的投资商品。

长期投资



选择投资工具固然重要，投资期间的长短也不容忽视。表 12-2 显示，经过 45 年的投资期间，10 万美元的资金年获利 5% 与 10% 所导致的资产差额，将高达 640 万美元。而 10% 与 15% 所导致的资产差额，更是高达 4 650 万美元。虽然说价格波动是股市的天性，但是从长期投资观点来看，容忍一时的波动可能带来巨额利润。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 12-2 复利表（100 000 美元本金）

期间（年）	复利率		
	5（%）	10（%）	15（%）
5	127 628	161 051	201 136
15	207 893	417 725	813 706
30	432 194	1 744 940	6 621 177
45	898 501	7 289 048	53 876 927

物价上涨



1982 年，经济学家宣称保罗·沃克（Paul Volcker）已经一劳永逸地克服通货膨胀。其实不然，当一般民众、企业与政府都大量举债，大笔花钱的时候，我们将不可避免地面对更高的通货膨胀率和利率。

物价上涨是经济活动的副产品之一，只是有时它比较隐蔽，未获得大众重视。目前，物价上涨已成为正常金融现象。美国民众并不将物价上涨数字列为考察政府施政的参考，而一个没人肯说真话的国家，通货膨胀更是不可避免的。通货膨胀真的消失了吗？答案是不可能。以 1990 年为例，当年的消费者通货膨胀率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

高达6%，比国库券的税后所得还高。

结　　论



本节说明了股票是长期投资的最佳工具。企业是财富的创造者，也是经济体制的能量来源。公司债的利息支付来自于企业盈余；政府公债的利息支付来自企业税收，房地产租金由企业支付；艺术品、期货、金银铜铁，也是由于企业盈余衍生现金，才能在市场流通。因此长期来说，企业盈余必然超越房地产、艺术品、债券等商品的获利。

华尔街永远藏着绝佳的获利机会，等待有耐心且谨慎的价值投资人去发掘。伯纳德·鲍什（Bernard Baruch）曾说过："2+2=4"数字不会说谎，股票的实际价值也有拨云见日的一天。价值投资人在华尔街淘金的时候，务必牢记这个观念。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三节
投资之路

不论投资人选择的投资渠道是共同基金还是聘用投资顾问，都要随时审视自己的投资组合现状是否符合价值投资法。

归纳前面的内容我们可以得出，运用价值投资法选股，并朝国际性的多角化投资组合发展，是长期投资的最佳选择。现在的问题是，如何将计划落实？

条条大路通罗马，价值投资法的道路也有好几条。其中并无优劣之分，只不过反映个人的喜好和投资风格。

四种方法

下列四种方法可以达到落实价值投资法的目的：



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 单兵作战。

2. 善用经纪人。

3. 投资共同基金。

4. 聘用投资顾问。

价值投资人可以选择其中任何一种方法，或同时运用这几种方法。例如，部分资金由自己操作，部分资金购买共同基金；或部分资金由经纪人操作，部分资金由投资顾问操作。不论运用哪一种方式，投资人都必须随时注意查看自己投资组合是否符合价值投资法。

单兵作战

自行操作股票是件相当耗时费力的工作。你必须自己做研究、进行买卖并检查战果。单兵作战的价值投资人，最好有相当的投资组合操作经验和会计学基础。一个拥有专业程度的评价投资人，其投资绩效往往较专业经理人略胜一筹。

单兵作战的价值投资人每周大约需耗费30小时经营自己的投资组合。投资人必须订阅数种专业刊物，并搜集上市公司的年报、季报供研究参考。各公立图书馆有许多免费期刊可供阅览，如《价值线》。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

选好标的的股票以后，最好委托收取折扣手续费的经纪人代为执行；虽然价值投资人的交易次数不频繁，但节约手续费仍可降低持股成本。

最后，单兵作战的价值投资人必须自行预设卖价。除非标的公司的基本面有所改变，否则预设卖价的动作必须严格执行。

善用经纪人

有些经纪人擅长于价值投资法，有些大型经纪公司拥有优秀的研究部门，这两者都值得投资人考虑并加以运用。但切忌盲目操作。价值投资人必须随时审视、观察投资组合，是否违反价值投资的操作哲学。

共同基金

运用价值投资法的共同基金以专业管理的方式，服务小额投资人及一般投资实力者，不过这项服务要收费。通常每年的经理费用为资金的 0.75%，再加上其他杂费，总计约为 1%。投资人必须选择符合价值投资策略、经理团队流动性低而且长期绩效良好的基金。《晨星共同基金》（Morningstar Mutual Fonds）以及



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《价值线调查》（Value Line Survey）这两种刊物都详细提供上列信息，供投资人参考。

共同基金的惟一缺点是，投资人缺乏参与感。基金持股内容不受投资人左右，也不会随时让投资人知道持股明细。

投资顾问

管理一笔价值投资组合必须要有相当的经验，付出努力和精力，注意每一项细节，而且将耗费许多时间，可见从事资产管理工作就和其他专业技能一样，必须长期经营才行。这种情形就像教师、医师、律师的培养一样，一般人只要经过适当的训练，再加上经验积累，也可以成功地管理自己的资产，创造财富。

投资组合的经营管理既然如此专业，投资人不妨考虑寻求专业投资顾问的协助。投资顾问公司各有专长，有些公司精于价值投资法，有些精于增长型投资法，或国外股票、国内股票、大型股、小型股等，投资人必须选择符合自己投资哲学的顾问公司。也就是说，先决定投资策略，再选择顾问公司，千万别选好顾问公司后，才询问其操作策略。

最后，投资人必须注意一点：别让自己以往的经验，影响与投资顾问的互动关系。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

双向交流

投资人与投资顾问之间，应该存在着双向交流的关系。一位好客户绝对可以协助投资顾问发挥专长。一位价值投资人若想要成为顾问的好客户，关键在于，要确实了解价值投资法的长短期收益情况。例如，格雷厄姆和多德（Graham & Dodd）的价值投资组合，几乎都是冷门股。这是因为已经有涨幅的股票，或是被市场普遍认同的股票，不可能有相对低价。因此，一个初成立的投资组合，除非在多头市场的发起点买进股票，否则都必须经过一段时间才能有所表现。冷门股不可能在一夕之间就变成市场宠儿，通常价值投资组合必须经过 3 年才能展现绩效。

但是耐心不等于事事被动。在漫长的等待期间，必须时时确认投资顾问是否遵守投资策略。不要因为股价的短线波动而胆战心惊，也不必每月接到对账单时就胡思乱想。

如果对投资组合中的个股存疑，焦点也只能集中在该股是否符合价值投资法？投资顾问是否随时掌握该公司的情况？与投资顾问保持密切联系是好客户的第二项责任，清楚告诉投资顾问你的资金规模、后续资金量以及拟投资期间。任何资金或投资期间的变动都必须马上告诉顾问；一笔庞大，却未在预期中的资金抽



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

离，可能造成操作上的混乱，尤其是在行情低迷的时候。最后，务必让投资顾问明白可能导致双方合作关系中止的各种情况。

善尽客户的职责将可以节省时间、金钱并减少挫折感。中途更换投资顾问等于重新再来，相当浪费时间；再者，两位顾问的观点不同，势必造成投资组合的更动，徒增成本。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第四节
耐 心

在审慎搜集、分析资料，并选好投资标的之后，投资人最后要注意的，同时也是最重要的事，就是耐心等待，等待手中的丑小鸭股票蜕变成众人追逐的股市白天鹅。届时，将会是价值投资人享受价值投资法的高获利成果的一刻。

一位成功的价值投资人，必须要有丰富的专业知识、严守规范，还要注意投资过程中的所有细节。而价值投资人的投资策略常常与市场流行的意见不同，更必须有坚持信念的勇气。价值投资人最后的也是最重要的特性，即是耐心。一个价值投资组合能否成功，关键全在于耐心。

多空循环是股票市场的本质，所以投资人千万不要存有一夜



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

致富的想法，因为耐心才是长期投资制胜的法宝。不要心急、不要杯弓蛇影，不要被市场的价格起伏震荡出局。多空循环的景气格局不可能改变，也不可能被牵制。然而知易行难，投资人必须严守规范且具备耐心，才能在股市中获利。

最近几年金融市场风大浪高，但是技术纯熟、耐性很好的投资人仍然获利丰厚。我们认为目前的投资环境，最适合长线投资，而且未来还会更好。过去 50 年的投资报酬率已令人咋舌，未来 50 年的获利率将更加令人吃惊。

价值投资法相当简单，然而任何投资策略都有基本原则和执行方法。本书中已详细地解释了关于价值投资法的原则和执行方法，相信必能协助投资人掌握致富机会，在海内外市场连战皆捷。

最后一点忠告：市场走势经常与市场预期反向而行，华尔街股市已习惯于追逐短线利润。这样，将使短期投资震荡加剧，投资人千万不要被短暂眩目的获利所迷惑，否则将得不偿失。

许多成功的价值投资人，都是以单兵作战的方式，孤独地走向致富之路。当大多数人追逐流行股，大赚短线差价时，价值投资人仍应坚持自己的理念和操作策略。如果你能坚持价值投资法的策略，严守操作规范并耐心等候，一定能够享受投资股市的甜美果实。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

VALUE INVESTING TODAY

股市北斗星

高获利价值投资法

长久以来，价值投资法一直是股市获利的同义词。投资明星沃伦·巴菲特运用价值投资法，替自己和投资人赚进惊人财富的故事，更为价值投资法做了最好的注解。

闻名全美的价值投资专家查尔斯·布兰德斯（Charles H.Brandes）在多年投资经验的基础上，重新诠释了价值投资法的部分投资原则，使之焕发出恒久的迷人魅力。遵循本书的原则和方法，将使投资人在股市中无往不利。



McGraw-Hill
全球智慧中文化


信都文化发展有限公司

ISBN 7-5075-1172-3/F · 56
定价：13.80元

股市北斗星
TODAY
译者：褚耐安 翁少骏
华文出